

بسم الله وبعد: تم الرفع بحمد الله من طرف بن عيسى ق متخرج من جامعة المدية سنة 2007

للتواصل وطلب المذكرات :

بريدي الإلكتروني: benaissa.inf@gmail.com

MSN : benaissa.inf@hotmail.com

Skype :benaissa20082

هاتف : 0771087969

دعوة صالحة بظهر الغيب....

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة منتــوري - قسنطينــة



كليـــــــــة الحقوق

الرقم التسلسلي:

مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الحقوق

(فرع قانون الأعمال)

شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير

دراســـة مقـــــارنة

إعداد الطالبة :

بوفامة سميرة

إشراف الأستاذ:

د. حفيظ عاشور

لجنة المناقشة:

أ.د. عبد الوهاب بن لطرش	جامعة منتوري قسنطينة	أستاذ التعليم العالي	رئيســـــــــا
أ.د. حفيظ عاشور	جامعة منتوري قسنطينة	أستاذ التعليم العالي	مشرفا ومقررا
أ.د محمد باوني	جامعة منتوري قسنطينة	أستاذ التعليم العالي	عضوا مناقشا

السنة الجامعية : 2004 - 2005

تشكـــــر

يسعدني بعد الانتهاء من إعداد هذا البحث بفضل المولى عز وجل وعونه
أن أتقدم بخالص شكري وامتناني لأستاذي المشرف الأستاذ الفاضل:
حفيظ عاشور على قبوله أن يخصص لي من وقته الثمين جزءا لمتابعة
إعداد هذا البحث المتواضع

أغتنم هذه الفرصة كذلك لأشكره أيما شكر على التسهيلات العظيمة التي
منحها لي للانتهاء من هذا العمل والتي لا أجد الكلمات الكافية لوصفها
سوى أن أقول لك أستاذي شكرا وشكرا جزيلا

كما لا يفوتني أبدا أن أشكر أساتذتي الكرام أعضاء لجنة المناقشة، وعلى
رأسهم رئيس اللجنة الأستاذ الدكتور: **عبد الوهاب بلطرش**، هذا القانوني
الفذ وصاحب الخبرة والحنكة الكبيرة، والذي وافق على أن يشرفني بأن
يخصص لي بدوره حيزا من وقته الثمين وهو صاحب المسؤوليات والمهام
الكبيرة ليترأس لجنة مناقشة البحث، وأتقدم كذلك بشكري الجزيل
للأستاذ الدكتور **محمد باوني**، هذا الأستاذ الفاضل وصاحب السمعة العالية
في المجال القانوني على موافقته تشريفي بمشاركته ضمن لجنة المناقشة.
ولا يفوتني كذلك أن أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان لكل أساتذتي
الأفاضل، أساتذة كلية الحقوق بجامعة قسنطينة الذين ساهموا في تأطيري
سواء على مستوى الليسانس، مرورا بشهادة الكفاءة لمهنة المحاماة،
ووصولا إلى مرحلة ما بعد التدرج
إلى كل هؤلاء أقول: جزاكم الله ألف خير

سميـــرة

إهـــداء

إلى والدي العزيزين الغاليين

إلى جدتي الحنونة

إلى إخوتي الأعزاء

وإلى كل من مد لي يد العون في إنجاز هذه المذكرة

سميـــرة

الفهـــــرس

العنــــوان الصفحة

بســـم اللـــه الرحمـــن الرحيـــم

مقدمـــة

إن التحولات العميقة التي يشهدها الاقتصاد الوطني منذ أكثر من عقد من الزمان والمتمثلة بصفة خاصة في التحول من نظام إقتصادي إشتراكي وموجه من طرف السلطة المركزية إلى نظام ليبيرالي تلعب فيه المبادرة الفردية دورًا حاسما، وجدت إنعكاساتها على المنظومة القانونية في صدور جملة من القوانين التي تمهد السبيل لتحرير الأسواق وفتحها في شتى المجالات أمام الاستثمار الخاص، ومن بين هاته الميادين الإقتصادية الهامة مجال الإستثمار في القيم المنقولة والذي برزت ملامحه الأولى بصدور القانون رقم 93-10 الصادر بتاريخ 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة[1].

غير أن الركود الإقتصادي ونقص (إن لم نقل إنعدام) ثقافة الإستثمار في القيم المنقولة بالمجتمع الجزائري تعتبر أسبابا وقفت عائقا أمام إزدهار هذا النوع من الإستثمار وأمام النشاط الذي كان مرجوا من السوق المالية ، وهي ذات الأسباب التي دفعت بالمشرع إلى اللجؤ لأسلوب من شأنه أن يقلص من هاته العوائق والعراقيل وهذا بناء على تجارب سابقة للمجتمعات الليبيرالية وبصفة خاصة الأنجلوسكسونية، وهو أسلوب إعتماد هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهذا بموجب الأمر 96-08 المؤرخ في 10 يناير1996[2] والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهي على نوعين: شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، والصناديق المشتركة للتوظيف.

ويتعلق موضوع بحثنا بالنوع الأول والمتمثل في شركة الاستثمار، وهي مؤسسة قانونية ذات أصول عريقة، متخصصة في تسيير حافظة قيم منقولة مختارة بطريقة تقلص- لفائدة المساهمين فيها- المخاطر المتعلقة بالتوظيفات في السوق المالية وهي تمثل عدة أوجه: فهي عبارة عن وسيط مالي بالنسبة للإقتصاديين، ووسيلة عملية وفعالة لحسن

---

[1] راجع الملحق رقم 2

[2] راجع الملحق رقم 1

تسيير التوظيفات في البورصة بالنسبة للمدخر، وشركة إستثمار مساهمة خارجة عن قاعدة ثبات رأس المال بالنسبة للقانونيين.

وتتمثل الأهمية العملية لهذه الشركات بصفة خاصة في أن التكتل أو التجمع الاقتصادي الهام والذي يظهر في الواقع في شكل شركات مساهمة يحتاج إلى تمويل ضخم لتحقيق أهدافه في النمو والازدهار لمواجهة الأخطار التي يتسبب فيها العجز المالي أو المنافسة في التسويق، والملاحظ أن هذه الشركات غالبا ما تلجأ إلى الأسواق التي تسد حاجتها في التمويل، نذكر منها المؤسسات المصرفية للاعتمادات القصيرة الأجل والمتوسطة، والأسواق المالية للقروض الطويلة الأجل أو للحصول على شركاء بحصص مالية وهذا بإصدار السندات والأوراق المالية،وقد استخلص الاقتصاديون بأنه على مر الزمن وفي كل المجتمعات هناك مجموعة من الناس تملك فوائض مالية وموارد قابلة للتوظيف، ومجموعة أخرى تعاني العجز في تمويل مشاريعها، ويكون الاتصال بين هاتين المجموعتين إما بطريق غير مباشر عن طريق المؤسسات المصرفية، أو بطريق مباشر ويتم في السوق المالية، ومن هنا جاء نظام شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير كأداة اقتصادية وقانونية فعالة لجلب الجمهور للاستثمار في البورصة وبالتالي دعم التنمية الاقتصادية للبلاد، حيث أثبتت التجارب مدى فعالية هذه الشركات في تجميع رؤوس الأموال لا سيما التجربة الفرنسية حيث تسيير شركات الاستثمار فيها على سبيل المثال ما يزيد عن 39مليار فرنك و هذا سنة 1978 لينتقل هذا الرقم إلى 1500مليار فرنك سنة1993 [1].

وفكرة التشارك لحسن تسيير الأموال فكرة قديمة، حيث أن أول شركة توظيف أموال وجدت في بلجيكا سنة 1822،غير أن شركة الاستثمار لم تظهر بشكلها الأقرب للشكل المعاصر إلا سنة 1870 في إنجلترا حيث كان صغار المدخرين يعهدون بأموالهم للترست "Trusts" [2] وهي عبارة عن محافظ مالية تتخذ عدة أشكال قانونية تسير من

---

[1] راجع ميزانيات بعض شركات الاستثمار الفرنسية لسنة 1993 **بالملحق رقم 04**، مأخوذة عن المجلة الدورية لشركات الاستثمار الفرنسية .

[2] لغويا تعني من نعطيهم الثقـــة Ceux a qui l'on fait confiance

طرف مختصين، وقد عرف النظام في بدايته نجاحا معتبرا بإعتماده على رأس المال الثابت أو ما يسمى " Closed-end " أي شركة الإستثمار المغلقة وخاصة في الو.م.أ في بداية القرن العشرين، لكن سرعان ما تلاشت هذه الأخيرة مع الأزمة المالية لسنة 1929.

وفي سنة 1924 ظهرت أولى شركات الإستثمار من النوع المفتوح (Open-end) أي ذات رأس المال المتغير والتي تأسست على أنقاض الشركات المغلقة السابقة، وكان ذلك في الو.م.أ حيث ثم تأسيس شركة Le Massachusetts و investors trust في بوسطن، وقد كان النجاح باهرًا حيث قدر عدد المساهمين في هذه الشركات ب 296000 سنة 1940 و 7700.000 سنة 1966 وهي أرقام توضح أن واحد من ثلاثة من المتعاملين في القيم المنقولة يضع ثقته في شركات التوظيف الجماعي الموجودة في الو.م.أ. [1] ونفس الألية لقيت نفس النجاح في كل من بريطانيا وألمانيا وفرنسا وسويسرا و الأراضي المنخفضة و اليابان،ومن هنا تتضح لنا أهمية هذا النوع من الشركات في الإقتصاديات الليبيرالية حيث تعد من أهم الوسائل لتركيز رؤوس الأموال ولتشجيع الإستثمار في القيم المنقولة و هو الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى دعم التنمية الإقتصادية، وعليه فإن المشرع الجزائري قد سار في هذا السياق مع صدور الأمر 96-08 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

غير أن الملاحظ أن هذا الأمر قد جاء في إطار سياسة خوصصة المؤسسات العمومية، حيث اعتمدت هذه الهيئات سياسيا كأدوات وميكانيزمات حيوية لتسهيل هذه العملية خصوصا إذا كان التنازل عن الأسهم عن طريق السوق المالية[2]،أو لتسيير المساهمات الخاصة بالأجراء ويكون ذلك عن طريق الصناديق المشتركة للتوظيف، وعليه فإن التساؤل حول مدى ملائمة هذا المناخ الإقتصادي لوجود ونجاح مثل هذه الهيئات في الجزائر يطرح بحدّة، وكذا مدى نجاعتها كأسلوب يدعم الإستثمار في القيم المنقولة وينشط عمل السوق المالية،وعليه فإننا في إطار دراستنا لهذا النوع من الشركات نحاول أن نركز على النقاط الثلاث التالية:

---

[1] ***Juris classeur.Michel Jeantin.***.op-cit

[2] المادة 25،و36 من الأمر 95-22المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية.

أولا: خصوصية هذه الشركة بالنظر إلى القوانين الخاصة بباقي شركات المساهمة.
ثانيا: مدى الضمانات الموفرة للمساهمين في هذه الشركة.
ثالثا: أهمية هذه الشركات في الإقتصاديات الحديثة و مدى تأثيرها على سير السوق المالية.

و بهدف الخروج من هذا البحث بأفضل نتائج ممكنة فإننا سنعتمد في سبيل ذلك على الدراسة المقارنة، وذلك لإنعدام التجربة الجزائرية في هذا الميدان حيث نسجل انه لحد الأن لم تنشأ أي شركة إستثمار جزائرية[1] ، الأمر الذي يستدعي لأن تكون دراستنا أكثر فعالية الاعتماد على القوانين المقارنة ومدى نجاحها وخاصة في الدول الرائدة في هذا المجال ولا سيما فرنسا باعتبارها المصدر التاريخي لأغلب القوانين الجزائرية.

ورغبة منا في إلقاء الضوء على مختلف جوانب الإشكالية المطروحة ارتأينا تقسيم خطة البحث إلى فصلين، نتطرق في أولهما إلى تبيين الخصوصية القانونية لشركة الاستثمار وذلك من خلال بيان ماهيتها في مبحث تمهيدي، ثم إبراز أسلوب تأسيسها و إدارتها المتميز في العديد من جوانبه عن باقي شركات المساهمة ، ثم الانتقال في فصل ثان لدراسة النشاط المالي لهذه الشركات وذلك من خلال التطرق لموضوع تغير رأس المال وحدوده لا سيما باعتبار أن شركة الاستثمار تتخذ شكل شركة مساهمة، وهي شركة أموال يعد رأس المال فيها الضمان العام الوحيد للدائنين، ثم الانتقال في مبحث ثاني لدراسة الضوابط القانونية للغرض الحصري الذي نشأت من أجله هذه الشركات والمتمثل في تكوين وتسيير محفظة قيم منقولة، إنتهاءا بالتطرق لموضوع الرقابة على هذه الشركات لما يشكله الانحراف في نشاطها من خطورة على السوق المالية للبلاد من جهة، وعلى أموال المدخرين من جهة أخرى،وعليه كانت خطة البحث على النحو التالي:

---

[1] الملاحظ مؤخرا ظهور بوادر تاسيس شركة إستثمار جزائرية سعودية،راجع المرسوم الرئاسي رقم04-301 المؤرخ في 13سبتمبر 2004 يتضمن التصديق على إتفاقية بين الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية والمملكة العربية السعودية المتعلقة بإنشاء شركة جزائرية سعودية للاستثمار،الموقعة بالكويت في14ابريل 2004

خطة البحث

الفصل الأول: ماهية شركة الاستثمار و كيفية تأسيسها وإدارتها

المبحث الأول: ماهية شركة الاستثمار

المطلب الأول: التعريف و الخصائص

المطلب الثاني: تمييز شركة الاستثمار عن غيرها من الهيئات المشابهة

المطلب الثالث: المميزات الاقتصادية لشركة الاستثمار

المبحث الثاني : قواعد تأسيس شركة الاستثمار و الجزاء المترتب على مخالفتها

المطلب الأول : المؤسسون و إجراءات التأسيس

المطلب الثاني: الجزاء المترتب على مخالفة قواعد التأسيس

المبحث الثالث: الهياكل الإدارية لشركة الاستثمار

المطلب الأول: مجلس الإدارة

المطلب الثاني: جمعيات المساهمين

المطلب الثالث: محافظ الحسابات

الفصل الأول

ماهيـــة شركـــة الاستثمار وكيفية تأسيسها وإدارتها

الفصل الأول:

ماهيـــة شركـــة الاستثمار وكيفية تأسيسها وإدارتها

إن التطرق بالدراسة للأحكام القانونية المتعلقة بشركة الاستثمار يتطلب منا بشكل خاص بيان ماهيتها كنوع متميز عن باقي أنواع الشركات المنصوص عليها في التشريع التجاري عن طريق تبيين خصائصها وأهدافها وكذا ما تخرج به قواعدها الخاصة في كيفية تأسيسها وإدارتها عما جاءت به القواعد العامة للشركات بهذا الصّدد، وهو ما حرصنا على بيانه في هذا الفصل والذي قسمناه إلى ثلاث مباحث، نتطرق في أولها لبيان ماهية هذه الشركة عن طريق تعريفها وإبراز خصائصها وأهدافها مع تمييزها عن باقي الهيئات المشابهة لها، ونتناول في مبحث ثانٍ قواعد التأسيس مع التركيز على القواعد الاستثنائية الخاصة بهذا النوع من الشركات، و نتطرق كذلك في مبحث ثالث للهياكل الإدارية لشركة الاستثمار مع شرح وتحليل القواعد الخاصة بكل واحدة منها ومدى صلاحياتها في القيام بشؤون الشركة بما يتماشى مع الغرض الحصري لهذه الأخيرة، وعليه فسيكون هذا الفصل ذا طابع تحليلي لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير باعتبارها مؤسسة قانونية متميزة عن باقي الشركات، بغض النظر عن نشاطها أثناء حياتها القانونية والذي سيكون محل دراسة في فصل ثانٍ.

المبحث الأوّل:

ماهيـــة شركـــة الاستثمار:

ولبيان ماهية شركة الاستثمار كنوع متميز عن باقي الشركات والهيئات المشابهة ارتأينا تقسيم مبحثنا هذا إلى ثلاث مطالب نتطرق في أولها للتعريف بهذه الشركة مع التركيز على بيان خصائصها المميزة لها، وتخصيص مطلب ثانٍ لتميزها عن غيرها من الهيئات التي تقترب منها في خاصية من خصائصها أو هدف من أهدافها، ونتطرق في مطلب أخير لإبراز المميزات الاقتصادية الكامنة وراء إيجاد هذا النوع من الشركات والتي يفرض تحقيقها الخروج عن الكثير من القواعد العامة ووضع نظام قانوني خاص ومتميز كما سيتبين لنا من خلال مباحث لاحقة.

المطلب الأول:

التعريـــف والخصائـــص:

الفرع الأول:

التعريــف:

لقد جاءت المادة 2ف1 من الأمر 96-08 معرفة لهذه الشركات من خلال التطرق إلى شكلها وغرضها، وقد جاء نصها على النحو التالي " شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير... هي شركة أسهم، هدفها تسيير حافظة قيم منقولة وسندات دين قابلة للتداول"[(1)].

ويمكن تعريفها من خلال مزاياها كما عرفها الأستاذ Le Senn بأنها تنظيم مالي يركز رؤوس الأموال من عدد من المدخرين بواسطة إصدار سنداته الخاصة، نظرا

---

(1) الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 19 شعبان عام 1416، الموافق لـــ 10 يناير 1996 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الصادر بالجريدة الرسمية العدد (03).
وتقابلها المادة 1 من قانون 3 جانفي 1979 الفرنسي وتعرفها : " ش.إ.ر.م.م هي شركة مساهمة غرضها تسيير حافظة قيم منقولة " .

لضمانه الأمن والمردودية بتوفره على شروط مالية وتقنية متفوقة عن التسيير المباشر، وتسييره للقيم المنقولة بسياسة تقسيم وتحديد الأخطار، مع تفادي المضاربة وتمويل مراقبة المؤسسات[1]، ويعرفها الأستاذ Michel Jeantin بأنها كيان له شخصية معنوية (وهو ما يفرقها عن صناديق التوظيف)، يجمع أموال المدخرين ويوظفها لمصلحته في قيم منقولة والتي تسيير جماعيا بإتباع القواعد الاقتصادية الخاصة بالمردودية وتقسيم الأخطار[2]، ونلاحظ أن هذين التعريفين يغفلان التطرق لخاصية رأس المال المتغير.

وتعتبر تسمية هذه الشركات بشركات الاستثمار تسمية مثيرة للجدل، حيث يعتبر الاقتصاديون[3] أن المفهوم العام للاستثمار هو إرجاء وتأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الموال إلى التداول وليس الاكتناز، وعليه فهذا التعريف للاستثمار ينطبق على كل أنواع الشركات التي تطرح أسهم للتداول العام وتهدف لتحقيق إنتاجية بوجه عام، ولذلك فإن الأقرب للصواب من وجهة نظرنا هو تسميتها بشركات توظيف الأموال des sociétés de placement، ولعل هذا الأمر هو ما دفع بالمشرع المصري إلى اعتبار هذه الشركات إحدى نوعي صناديق التوظيف التي تنشأ في شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، حيث حدد قانون رأس المال لجمهورية مصر العربية رقم 95 لسنة 1992 شكلين لمباشرة نشاط صناديق الاستثمار:

الشكل الأول هي صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم لمزاولة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وهي بذلك تعتبر كيانا قانونيا قائما بذاته وله شخصية إعتبارية خاصة به، أما الشكل الثاني فهي صناديق الاستثمار التي أجاز القانون الترخيص للبنوك وشركات التأمين مباشرتها ولكن بصفة مستقلة عن أنشطتهم المصرفية أو التأمينية، بحيث تكون أموال الصندوق مفرزة عن أموال هذه الأخيرة[4].

---

(1) *Les sociétés d'investissement en droit français et comparé*, **Docteur/ Jean patrice Senn**, édition: Libraire générale de droit et de Jurisprudence (Paris) 1978,Page 3.

(2) ***Juris classeur.Michel Jeantin***, Op-cit .

(3) **راجع**، الإستثمار في الأوراق المالية، **د/ عبد الغفار حنفي**، الدار الجامعية الإبراهيمية الإسكندرية (2000) ص17.

(4) يقصد بالصندوق في هذا الإطار محفظة الأوراق المالية، راجع صناديق الإستثمار (دراسة وتحليل من منظور الإقتصاد الإسلامي) **د/ أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني**، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، طبعة 1999.

وقد جاءت تسمية المشرع الجزائري لهذه الشركات بشركات الاستثمار تأثرا بالمشرع الفرنسي، هذا الأخير الذي تأثر بدوره بالتشريعات الأنجلوسكسونية التي تعتبر المنشأ الأول لهذه الشركات، والتي أوّل ما نشأت في إنجلترا اتخذت تسمية Investment Trust حيث استندت إلى فكرة الترست " Trust " والتي تعني بالإنجليزية " من نعطيهم الثقة "[(1)] ،وعليه فهي تخاطب المدخر الصغير بأن اعهد بالفائض من مالك لمن تعطيه الثقة ليستثمره لك، وبالتالي فقد استندت هذه التسمية لأسباب تاريخية ولغوية معينة.

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف شركة الاستثمار في التشريع الجزائري بأنها شركة توظيف أموال تأخذ شكل شركة مساهمة ذات رأس مال متغير، يتمثل غرضها الوحيد في تكوين وإدارة حافظة قيم منقولة وفقا لمبادئ انتخاب الصكوك وتحديد المخاطر، مع الإعراض عن كل عملية تمويل أو سيطرة أو مضاربة.

الفرع الثاني:

الخصائــص:

من خلال التعريف السابق لشركة الاستثمار تتبين ثلاث خصائص تتميز بها هذه الشركات، وهي أنها تأخذ فقط شكل شركة المساهمة، وغرضها الحصري و الوحيد هو تكوين حافظة قيم منقولة ومن جهة أخرى وخروجا عن الأصل العام فهي ذات رأس مال تغير.

1- شركة مساهمــة:[(2)]

حيث لا تعتبر شركة الاستثمار شكلا جديدا من أشكال الشركات forme distincte، إذ لا يجوز إضافة أشكال جديدة إلى أشكال الشركات التجارية المنصوص عليها في

---

(1) ***Juris classeur.Michel Jeantin*** , Op-cit.

(2) تعرف شركة المساهمة بأنها واحدة من شركات الأموال، والتي تتكون أساسا من رأس مال ضخم نسبيا، ولايكون لشخصية الشريك فيها إعتبارما، كما أن رأس المال فيها يقسم إلى أنصبة متساوية تسمى بالأسهم " وتكون مسؤولية الشريك فيها محددة بنسبة أسهمه في رأس مال الشركة راجع، الشركات التجارية ": **نادية محمد عوض** ، دار النهضة العربية القاهرة 2001، والقانون التجاري (الجزء2) **د/ محمد فريد العريني** ، دار المطبوعات الجامعية (الإسكندرية)1995 وغيرهما من كتب القانون التجاري.

التشريع التجاري، لذا يجب النظر إلى شركات المساهمة بمختلف طوائفها باعتبارها فروعا Sous-embranchement لشركة المساهمة وليس باعتبارها نماذج مستقلة[1] ، وهو ما أكدته الفقرة 2 من المادة 2 من الأمر 96-08 بنصها « تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى هذا الأمر».

وأغلب المشرعين يفضلون إضفاء شكل شركة المساهمة على التوظيفات الجماعية لرؤوس الأموال، حيث أن الغرض الحصري لهذه الشركات يستدعي وجود أسهم تتداول بسهولة بين أكبر شريحة ممكنة من الجمهور من خلال البورصة، وعليه فيعتبر شكل شركة المساهمة الأنسب لتحقيق هذه الغاية، بالإضافة إلى أن شركة المساهمة في القانون الجزائري على غرار القانون الفرنسي، هي الوحيدة التي تصدر سندات قابلة للتداول des titres négociables، هذا الأخير الذي يعد إلزامي لتحقيق غرض وسير عمل شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير[2].

وعلى خلاف ذلك نلاحظ أن كلا من القانون المصري و الأردني يجيز تأسيس شركة استثمار الأموال في شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، أما القانون الألماني فيوجب في القانون المتعلق بأموال الاستثمار لعام 1970 اتخاذ شكل شركة المساهمة، في حين أن القانون الأمريكي المتعلق بعقد شركة الاستثمار لعام 1940 لا يشترط شكل معين، ولكن في الغالب هي تتخذ شكل شركة مساهمة.

وتعتبر خصائص شركة المساهمة والمتمثلة في قدرتها على تجميع رؤوس أموال ضخمة وكذا لضآلة قيمة الأسهم التي تطرحها عوامل تخدم غرض شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير وأسلوب تسييرها، والذي يفترض جذب أكبر عدد من صغار المدخرين وتكوين رأس مال كبير نسبيا لتحقيق عنصر التنوع في حافظة القيم المنقولة، والمدخر في هذا الإطار تكون له صفة المساهم، وهو بالتالي ليست له سلطة مباشرة على حافظة القيم المنقولة، فالشخصية المعنوية للشركة تقف بين المؤسسات المساهمة فيها والمساهمين الأعضاء فيها (يعني شركة الاستثمار).

---

[1] الجوانب القانونية الخاصة لإندماج شركات الإستثمار في شركات مساهمة عادية، **د/ حسني المصري**، مكتبة الأشراف، الطبعة الأولى 1986 ص7.

[2] ***Juris Classeur.Michel Jeantin***, Op-cit

2- الغرض الحصري للنشاط:

فشركات الاستثمار تدخل ضمن فئة التجمعات المالية التي لها كهدف أساسي وحصري إدارة المساهمات في عدد المؤسسات لدعم التنمية الاقتصادية، وهي تعمل بطرح أسهمها للجمهور، واستخدام هاته الرساميل في تكوين حافظة قيمها المنقولة، فهي تشكل أداة أو ميكانيزم قانوني للتوظيفات المالية للمدخرين في البورصة، وهذه الوظيفة هي التي أدت إلى التطور القانوني لهذه الشركات التي فتحت مجالا معتبرا للاستثمار في السوق المالية لزبائن جدد نظرا للأمن الذي توفره لهم في التسيير، وقد أكدت على هذا الغرض الحصري للشركة المادة 32 من القانون 96-08 التي تنص " يشتمل أصل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أساسا على قيم منقولة وسندات دين قابلة للتداول وبصفة تبعية سيولات " وعليه فلا يمكن لهذه الأخيرة تملك العقارات إلا بالقدر اللازم لممارسة نشاطها[1].

3- تغير رأس المال:

أي يتغير سواء بالزيادة أو النقصان، وهو ما تنص عليه المادة 5 فقرة 6 من القانون 96-08 " يجوز القيام بتغيرات رأس المال دون أجل محدد وبقوة القانون، مع مراعاة القوانين الأساسية وأحكام المادتين 11 و 12 من هذا الأمر"، حيث أن رأس المال الثابت أصبح نموذج كلاسيكي تجاوزه الزمن بالنسبة لشركات الاستثمار، وأصبحت كلها ذات رأس مال متغير في التشريعات المقارنة[2].

وتعتبر هذه الخاصية خروجا عن الأصل العام المتعلق بالشركات ولاسيما شركات الأموال التي يعد رأس المال فيها الضمان العام الوحيد للدائنين، وتعتبر هذه الخاصية ضرورية لتشجيع المدخرين على الاستثمار في هذا النوع من الشركات، نظر لأن رأس المال المتغير يمنح بابا سهلا للخروج من الشركة، فأسهمها قابلة للتعويض في كل وقت

---

(1) ***Juris classeur.Michel Jeantin***, Op-cit.

(2) نظر لأهمية ميزة رأس المال المتغير أخذت شركات الإستثمار في العالم تتحول من شركات مغلقة إلى شركات مفتوحة، كما هو الحال في الو.م. أ حيث تحولت مثلا شركة The Massachusetts investor trust من شركة مغلقة إلى مفتوحة وحققت نجاحا معتبرا، وفي فرنسا لوحظ أنه حتى عام 1970 نشأت 48 شركة إستثمار 15 منها كانت على أنقاض شركات مغلقة كتحول شركة Elysées d'investissement المغلقة إلى Elysées valeur المفتوحة.

راجع د/ حسين المصري، الجوانب القانونية لإندماج شركات الإستثمار – مرجع سابق – ص16.

بطلب صاحبهاو بقيمة تصفوية، دون عناء المرور بالسوق المالية والتعرض لتقلبات قانون العرض والطلب، ومن جهة أخرى تصدر سندات على حسب الطلب في أي وقت وحسب التعبير الأمريكي فهي شركة " Open-end " بمعنى لها باب للخروج.

المطلب الثاني:

تمييز شركة الاستثمار عن غيرها من الهيئات المشابهـــة:

تقترب شركة الاستثمار من ناحية غرضها وأسلوب تسييرها وعملها من الكثير من الهيئات القانونية التي تنشط في نفس المجال، ومن بين أهم هذه الهيئات المشابهة الشركات القابضة، صناديق التوظيف و بنوك الأعمال.

الفرع الأول:

شركـــة الاستثمار والشركة القابضة:

لقد ظهرت الشركات القابضة في أواخر القرن 19 وبشكل واضح في الو.م.أ مع ظهور بعض الأساليب التي تهدف إلى التركيز الاقتصادي للسيطرة على الأسواق والقضاء على المنافسة بحيث وتفاديا لإندماج شركة ما مع شركات أخرى أو إنشاء شركات جديدة أو شراء كامل أسهم شركة أخرى، تسعى هذه الأخيرة إلى السيطرة المالية والإدارية على شركات أخرى ذات النشاط المتقارب من نشاطها سعيا لتوحيد الإدارة وإنتهاج سياسة موحدة تضمن نجاحها، وذلك بإمتلاكها لغالبية أسهم الشركات المعنية وبذلك تسمى بالشركات التابعة، وتسمى الشركة المالكة لغالبية الأسهم بالشركة الأم[1] ، وبالتالي يمكن تعريف الشركة القابضة بأنها الشركة التي لها سيطرة معينة على شركة أخرى، بحيث تستطيع الأولى أن تقرر من يتولى إدارة الشركة التابعة وأن تؤثر على القرارات التي تتخذها الهيئة العامة للشركة.

---

[1] شرح القانون التجاري، **الدكتور فوزي سامي** – مرجع سابق- ص385.

ورغم إختلاف الوسائل التي قد تستخدمها الشركة القابضة في إحكام قبضتها على الشركة أو الشركات التابعة[1]، إلا أن هدفها الأساسي من ذلك يبقى في جميع الأحوال الرغبة في السيطرة على إدارة وتسيير هذه الشركات الفروع، وهو وجه الإختلاف بينها وبين شركات الاستثمار التي تهدف إلى تحقيق أكبر وأضمن ربح ممكن للمساهمين، وهي تضطر في سبيل تحقيق ذلك إلى إحترام قاعدة تقسيم الأخطار- كما سيأتي بيانه في تشكيلة المحفظة – والتي تلزمها بتنويع الأسهم والسندات على عدد من الشركات وبسنب معينة في الكثير من التشريعات، وبالتالي لا يمكنها قانونيا شراء نسبة كبيرة من الأسهم بحيث تمكنها من السيطرة الإدارية كما هو الحال بالنسبة للشركات القابضة، وعليه لا يمكنها التحول في أي مرحلة من مراحل نشاطها إلى شركة قابضة في ظل وجود مثل هذه الضوابط القانونية[2].

الفرع الثاني:

شركة الاستثمار والصندوق المشترك للتوظيف

تعتبر الصناديق المشتركة للتوظيف النوع الثاني من هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة إلى جانب شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، والتي جرى تنظيمها بالأمر 96-08، وقد عرفها المشرع الجزائري في المادة 13 من الأمر السالف الذكر بأنها " ملكية مشتركة لقيم منقولة، تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناء على طلب الحاملين بقيمة تصفوية تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات حسب الحالة،ولا يتمتع الصندوق المشترك للتوظيف بالشخصية المعنويـــة ".

ويعرفها الدكتور حسني المصري بأنها بنيان قانوني يتمثل غرضه الوحيد في تكوين وإدارة حافظة قيم منقولة وفقا لمبدأ توزيع المخاطر لحساب الشركاء الذين يحوزون

---

[1] لمزيد من التفاصيل يرجى العودة إلى **د/ محمد فوزي سامي**، شرح القانون التجاري- مرجع سابق – ود. عبد الحميد الشواربي، موسوعة الشركات التجارية، منشأة المعارف بالإسكندرية (1991) وغيرها من كتب القانون التجاري.

[2] *Les sociétés d'investissement* .**Senn** Op-cit P04

حصصه مع إلتزامه بإعادة شراء هذه الحصص بناء على طلبهم[1] ، كما وتتميز هذه الصناديق بأنها تقوم على عقد بين ثلاثة أطراف هم المدير أو المسير، والأمين الذي يجب أن يكون شخصا معنويا بالنسبة للتشريع الجزائري ويدعى المؤسسة المؤتمنة،والمستفيدون أصحاب الحصص[2]، وبمقتضي هذا العقد يلتزم الطرفان الأول والثاني بحماية مصالح الطرف الثالث من مخاطر الاستثمار، حيث يقوم المدير المؤسس وهو عادة ما يكون شركة متخصصة أو بنكا، بشراء أوراق مالية لشركات أخرى تقسم إلى وحدات صغيرة تباع للمدخرين، ثم تقسم حصيلة البيع على كمية الأسهم والسندات والصكوك التي تتكون منها محفظة الأوراق المالية التي يتعامل فيها الصندوق، وتصبح بعد ذلك أموال الصندوق مملوكة للمشتركين فيه كل بنسبة المبلغ الذي اشترك به، ويصدر الصندوق لكل مشترك شهادات تعادل قيمتها مجموع قيمة حافظة القيم المنقولة، ويقوم البنك بتسليم كل مدخر شهادة أو عدة شهادات بقيمة حصته في الصندوق وعلى أساسها تقسم الأرباح[3]، ويحق لكل مدخر أن يبيع هذه الشهادات في أي وقت شاء لمشتري جديد، وكذلك بإمكان المدخر إعادتها للصندوق إذا ما رغب في ذلك.

والملاحظ أنه ورغم اتخاذ الهدف بين كل من صندوق التوظيف و شركة الاستثمار والمتمثل في تكوين وإدارة حافظة قيم منقولة، إلا أنه يختلف عنها في كونه لا يتمتع بالشخصية المعنوية، مما يؤدي إلى خلاف فقهي حول الطبيعة القانونية للأموال التي يديرها خاصة وأن المشرع قد استبعد تطبيق قواعد الشيوع على الصندوق و إستعاض عنها بفكرة الملكية المشتركة المأخوذة عن التشريع الجرماني والتي تعرف بأنها ملكية جماعة من الجماعات يساهم فيها كل شريك بنصيب قصد تحقيق غرض مشترك يعجز كل واحد منهم عن تحقيقه منفردًا، ولا تعدو هذه الصورة من صور الملكية أن تكون ملكية واحدة لكل الشركاء مجتمعين دون أن تعتبر الجماعة شخصا معنويا، ودون أن يكون لكل

---

[1] فكرة الترست وعقد الإستثمار المشترك في القيم المنقولة، **د/ حسني المصري**، مطبعة حسان- القاهرة- الطبعة الأولى 1985 ص7.

[2] **راجع** المادة 19 من الأمر 96-08.

[3] دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء ، **د/ سعيد سيف النصر** ، الناشر ، مؤسسة شباب الجامعية – الإسكندرية (2000) ص236.

شريك منفردًا ملكية خاصة في الشيء أو الأشياء محل الملكية المشتركة، حيث يفقد كل شريك حقه العيني على حصته التي ساهم بها في الملكية المشتركة في مقابل تمتعه بمجرد حق في استغلال الشيء المشترك في الحصول على نصيب من الأرباح الناشئة عنه، ولا يعود للشريك حقه العيني إلا بعد تصفية الجماعة وقسمة أموالها[1]، ولذلك يمكن القول- باعتبار أن الصندوق لا يتمتع بالشخصية المعنوية- أن أموال المدخرين تعتبر مملوكة قانونيا للأمين (الشركة المؤتمنة)، في حين أن شركة الاستثمار تتمتع بالشخصية المعنوية وبالتالي لها ذمة مالية مستقلة عن المديرين والمساهمين فيها، كما أن هذه الأخيرة تتعامل في محفظة أضخم حجما وأكثر تنوعًا.

الفرع الثالث:

شركة الاستثمار وبنك الأعمال:

لقد عرف المشرع الفرنسي بنوك الأعمال في المادة 5 من قانون 2 ديسمبر 1935 بأنها البنوك التي تنشط بصفة رئيسية في منح القروض وتوظيف المساهمات في مشاريع متواجدة أو في طور الإنشاء، بحيث لايمكن أن تقل مدة استثماراتها عن سنتين، وهي بنوك خاضعة لنفس الأحكام القانونية الخاصة ببنوك الودائع، غير أنها تخضع لرقابة أكثر صرامة وهذا لضمان عدم مخالفة توظيفاتها المالية للمصالح الوطنية[2].

وشركات الاستثمار تختلف عن بنوك الأعمال في أنها لا تلعب دورًا رئيسيا في مسألة تمويل المؤسسات، نظر لما يحتمله هذا الأخير من عنصر المجازفة، وذلك عكس بنوك الأعمال التي تعرف بأنها مؤسسات بنكية تضطلع بتسيير المساهمات في مشاريع قائمة أو في طور الإنشاء، ومنح قروض بدون تحديد مدة لمؤسسات عمومية أو خاصة، وهو ما يعني مهمة تمويل المشاريع كهدف رئيسي وهو ما يتنافى مع هدف شركات الاستثمار.

---

[1] فكرة الترست **د/ حسني المصري**- مرجع سابق – ص106.

[2] *Droit Bancaire*,**Dr.René Rodiére**, Jean-Louis rives lange (2éme édition) Dalloz 1975.P31-32.

وبالإضافة إلى ذلك فإنه وإن كان هدف شركات وصناديق الاستثمار من تكوين محافظ الأوراق المالية هو استثمار أموال المدخرين استثمارًا جماعيا أو مشتركا بقصد الحصول على عائد متميز، فإن قصد بنوك الأعمال يختلف بعض الشيء، إذ أنها ترغب بالإضافة إلى تحقيق مصدر للدخل إضافي أن تضمن مصدرًا حقيقًيا للسيولة التي تواجه بها ما قد يحدث من سحوبات، وفي سبيل ذلك قد تلجأ إلى أن تضحي بالأوراق المالية التي لديها حتى ولو كان بالإمكان تحقيق المزيد من الأرباح منها. ومن ناحية أخرى سعي البنوك الكبير لتحقيق أرباح قد يؤدي بها إلى ضم أوراق مالية لمحفظتها ذات مستويات أسعار فائدة مرتفعة في السوق رغم وجود مخاطر، فالبنوك قد تتجاهل هذه المخاطر وتدير استثماراتها بصفة أساسية للحصول على فائدة في مقابل الدخل[1] وهو ما يتنافى مع سياسة شركات الاستثمار البعيدة عن المجازفة.

المطلب الثالث:

المميزات الاقتصادية لشركة الاستثمار:

لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير مجموعة من المميزات الاقتصادية سواء كانت تتعلق بالاقتصاد الوطني بشكل عام أو تتعلق بالمدخرين أنفسهم كأفراد مساهمين في هذه الأخيرة، حيث تمنح للمدخر الصغير والمتوسط تسيير عقلاني ومتخصص لأمواله في السوق المالية، فهي تضمن له الأمن والمردودية والحماية من التقلبات النقدية، كما أنها تلعب دورًا هامًا في السوق المالية وفي تمويل الاقتصاد عمومًا.

الفرع الأول:

مميزات تتعلــق بالاقتصاد الوطنــي:

---

(1) دور البنوك التجارية... **الدكتور: سعيد سيف النصر-** مرجع سابق – ص87 إلى ص91.

والتي تأخذ عدة أوجه أهمها حماية وتنمية الإدخار القومي، وتنظيم وتنشيط السوق المالية وتمويل الاقتصاد عمومًا.

1-حمايـــة وتنميـــة الإدخـــار:

حيث أن أهم ميزة لشركة الاستثمار أنها دونًا عن كل المؤسسات المالية تجمع المدخرات الصغيرة التي غالبا ما لا يتم توظيفها في غيابها، وهو ما تبين من خلال التجربة الفرنسية، حيث بعد الحرب العالمية الثانية كان هدف السياسة الاقتصادية الفرنسية تنشيط النمو الاقتصادي بصفة سريعة مما يدعو بالمسؤولين لإعطاء أولوية للاستثمارات المباشرة، والمشكل الأساسي كان يدور حول الإمكانيات المالية المتاحة، حيث كانت رغبة تسريع النمو الاقتصادي مع الإحتفاظ بالتوازنات النقدية يصطدم دائما منذ سنة 1950 بعدم تطابق الإدخار مع متطلبات الاستثمار[1] ، مما دعى بهم إلى التفكير في إيجاد هيئات مالية يطمئن إليها الفرد توظف مبالغ 200 و300 إلى غاية 500 فرنك لمدة شهر أو عدة أشهر فقط، وهو ما لا تحققه إلا شركة الاستثمار عن طريق تسييرها للقيم المنقولة إنطلاقا من المبادئ التالية:

- المعرفة العميقة بالقيم المنقولة عن طريق تحليل المعطيات والإحصائيات والقدرة على التنبؤ بالمستقبل وكذا التحليل التقني والنوعي.
- إعتماد مبدأ تقسيم التوظيفات المالية.
- المراقبة المستمرة والمتواصلة لهذه التوظيفات[2].

2-تنظيـــم وتنشيـــط الســـوق الماليـــة:

---

(1) *Les S.I.C.A.V.* **George Gallais** –Homonno, Présses Universitaires de France (1970) P32.
ويرجع الأستاذ Homonno أسباب إنعدام توازن الإدخار مع الإستثمار إلى ثلاثة نقاط رئيسية هي:

أ- ميل الناس إلى أستهلاك أغلب مداخيلهم والخوف من إستثمار هذه المدخرات والإحتفاظ بها على شكل أموال سائلة لدى بنوك الودائع أو كأقصى تقدير إستثمارها في سندات الخزينة وعليه نكون أمام إدخار غيركافي أو سيئ التوجيه.

ب- لجوء القطاع الخاص لتمويل إحتياجاته إلى تقليل توزيع الأرباح على المساهمين وزيادة الأرباح إما بتقليص أجور العمال أو زيادة سعر البيع مما يؤدي إلى تقليل الإستهلاك وشبه انعدام في هامش الإدخار من المدخول.

ج- توجه الحكومة نحو تمويل النفقات العسكرية والتي هي اقتصاديا غير منتجة مما يؤدي بهافي سبيل الحصول على مصادر مالية إلى استخدام القرض أي عملية إصدار النقود وما يترتب عنه من تضخم في الاقتصاد و ارتفاع الأسعار.

(2) *Les Sociétés d'investissement*. **D.Senn** Op-cit P10-15.

في دول العالم الثالث التي إتجهت إلى إنشاء أسواق رأس المال على غرار الجزائر، تبدو الحاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، وهنا يتضح الدور المتميز الذي يمكن أن تلعبه شركات الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين في تلك البلدان، فخاصية التنويع التي تتسم بها الحافظة التي تديرها تلك الشركات وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار، من شأنها أن تشجع المستثمرين القليلي الخبرة بالسوق على شراء أسهمها، هاته الأخيرة التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال.

ومن جهة ثانية فإن سياسة شركة الاستثمار ترتكز أساسا على التوظيفات طويلة الأمد البعيدة نسبيا عن المضاربة والمجازفة، وهو ما ينقص من تقلبات البورصة ويجعلها أكثر تنظيما،كما وتعتبر كذلك وسيلة لتنشيط السوق المالية نظرا لطابعها الحصري المتمثل في غرضها المنصب أساسا على الاستثمار في القيم المنقولة، وبالتالي إستقطابها للمدخرين ذوي التوظيفات الصغيرة، والذين لا يمكنهم اللجوء إلى سماسرة الصرف لضآلة مبالغهم ولا يمكنهم الاستثمار المباشر في البورصة لقلة خبرتهم في هذا المجال، فتعطي هذه الشركات أمان أكثر وحرية أكبر في الاختيار بين مواصلة الاستثمار أو إسترداد المبلغ دون التعرض لمخاطر العرض والطلب داخل البورصة[1].

وإن كان هناك بعض المتخصصين يعتبر إحتفاظ هذه الشركات ببعض القيم الجيدة وتجميدها في حافظتها يعتبر معيقا للحركة النشيطة للبورصة، إلا أن جواب ذلك يكمن في مبدأ تقسيم وتحديد الأخطار والذي يفرض على الشركة الحصول فقط على جزء صغير من كل نوع من القيم وتغييرها عند حدوث أي طارئ يشكل خطرا على مردوديتها[2].

3-تمويـــل الاقتصـــاد:

ويقصد به التمويل الغير مباشر، وذلك عن طريق تحويل الإدخارات إلى توظيفات مالية طويلة الأمد بعد أن كانت قصيرة الأمد في حال إيداعها لدى البنوك وبالتالي تكون

---

(1) *Les S.I.C.A.*V. **Homonno** Op-cit P41.
(2) *Les Sociétés d'investissement*. **D.Senn** Op-cit, P14

أكثر فعالية في تمويل المؤسسات، غير أن التمويل يبقى مجرد وظيفة ثانوية لأن هذا الأخير قد يكون متعارضا مع الحماية الفعلية للإدخار[3].

وتجدر الإشارة إلى أنه في ضوء إتجاه السياسات إلى تحويل ملكية المؤسسات العمومية من الملكية العامة إلى الملكية الخاصة، فإن هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة يمكن أن تلعب دورًا هامًا في توسيع قاعدة الملكية. كما أنها تعتبر ضرورة حتمية لنجاح سياسة الخوصصة[1].

الفرع الثاني:

مميــزات تتعلــق بالمدخريــن:

والتي تتمثل فيما قد تتيحه هذه الشركات من فرص استثمارية مفيدة ومتماشية مع الظروف الخاصة لصغار المدخرين، والتي يمكن عموما إجمالها في العناصر الثلاثة التالية:

1-الاستفــادة من خبرات الإدارة المحترفــة:

ففي حالة لجوء المستثمر مباشرة لشراء قيم منقولة من السوق المنظمة وغيرها، يحتم عليه الإطلاع بنفسه بكافة متطلبات العملية، فهو يتخذ القرار الاستثماري بنفسه بما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة ويحتفظ بسجلات كافة المعلومات للأغراض الضريبية، كما أنه عليه كذلك مراقبة حركة الأسعار في السوق فيضم الأسهم التي تباع بأقل من قيمتها الحقيقية إلى محفظته ويتخلص من الأسهم التي تباع بأكثر من ذلك، وأن يختار التوقيت المناسب لكل هذه القرارات، هذا بالإضافة إلى ضرورة المتابعة المستمرة لمستوى مخاطر المحفظة[2]. كل هذه المهام يلقى بمسؤوليتها على الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة المحفظة ،وذلك إذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة إلى شراء أسهم

---

[3] *Les Sociétés d'investissement*. **D.Senn** Op-cit, P15.

[1] الإستثمار في الأوراق المالية، **د/ عبد الغفار حنفي-** مرجع سابق- ص438.

[2] صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، **د/ منير إبراهيم هندي**، منشأة المعارف الإسكندرية (1999) ص42، وراجع الإستثمار في الأوراق المالية، **د/ عبد الغفار حنفي** – مرجع سابق ص438.

إحدى شركات الاستثمار، فشركة الاستثمار ملزمة قانونيا[3] بإستخدام مستشارين استثماريين محترفين وباحثين متميزين، بما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى عالٍ من الكفاءة.

2-كفاءة التنويع:

في مقدمة مزايا شركات الاستثمار هي قدرتها على تنويع التشكيلة التي تتكون منها المحفظة نظرا لحجم رأسمالها بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها، فالمحفظة الاستثمارية ربما تتضمن أوراق مالية لعشرات بل لمئآت من المنشآت، وهو الأمر الذي لا يتاح للكثير من المستثمرين منفردين.

3-مرونة النظام القانوني للتسيير:

تتمثل هذه المرونة في كون هذه الشركات تقف مستعدة على الدوام لإسترداد أسهمها إذا ما رغب المدخر في التخلص منها كليا أو جزئيا، ويتم ذلك بسعر عادل يتمثل في قيمة الأصل الصافية للسهم، بل ويمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة أو على دفعات شهرية أو غيرها، كما يمكنه أن يبقي رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل المتولد عنه، و له أن يعيد استثمار ذلك الدخل إذا أراد[1]، فكل هذه الخيارات المتاحة أمامه لا تتيحها باقي الهيئات المالية المتوفرة.

وفي نهاية هذا المبحث التمهيدي نستخلص أن شركة الاستثمار لا تخلو عن كونها بنيان قانوني متميز ومعقد الأهداف، سواء من ناحية دوافع نشوئها التاريخية أو آثارها الاقتصادية على مجمل مناحي الاقتصاد الوطني المتجه نحو الرأسمالية، مما يجعلها هيئة توظيف جماعي للأموال تستحق العناية والإهتمام نظرا لأهميتها داخل هذا النظام الرأسمالي، وهو ما دفع بالمشرع الجزائري وغيره من التشريعات إلى الخروج عن

---

[3] **راجع** المادة 39 و 40 من الأمر 96-08.

[1] صناديق الإستثمار...، **د/ منير إبراهيم هندي** – مرجع سابق – ص44-45.

الكثير من القواعد العامة التي تحكم شركات المساهمة حتى تتمكن شركات الاستثمار من لعب دورها المنشود وهو ما سيتبين لنا من خلال المباحث اللاحقة.

المبحث الثاني:

قواعد تأسيس شركة الاستثمار والجزاء المترتب على مخالفتها:

كما سبق وتطرقنا تعتبر شركة المساهمة أهم وسيلة قانونية لتحقيق الرأسمالية الحديثة وتجسيد أكبر المشاريع داخل المجتمع، وذلك من خلال قدرتها على تجميع المدخرات الصغيرة من مساهمين جد متواضعين للحصول على رأس مال في غاية الأهمية، وعلى هذا الأساس فقد جاء التنظيم القانوني لهذه الشركات ذا طبيعة آمرة ومعقدة لدرجة يجعلها تقترب إلى التنظيم منها إلى العقد، ولذلك فإنه ليس لمؤسسيها الخروج عن هذه القواعد ولا الإضافة عليها لتأسيس شركتهم إلا في أمور ثانوية جدًا.

ونظرا للغرض الحصري لشركات الاستثمار وكذا الطابع المفتوح لرأسمالها، فقد خصها المشرع الجزائري على غرار غيره من التشريعات بعدة قواعد خاصة خرج فيها عن القواعد العامة تحقيقا للصالح العام ومصالح المساهمين على حد سواء، كما قد رتب جزاءات معينة على المؤسسين في حال عدم إحترامهم لهذه القواعد الآمرة، وهي النقاط التي سنتطرق إليها بالتفصيل من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول:

المؤسسون و إجراءات التأسيس:

يقصد بالتأسيس مجموعة الأعمال القانونية والإجراءات التي إستلزمها القانون لخلق هذا الهيكل القانوني على النحو الذي أراده المشرع من خلال النصوص، وهي أعمال يقوم بها مجموعة من الأشخاص يسمون المؤسسون، وعليه فقد إرتأينا أن نعرض أولا إلى بيان مفهوم هؤلاء المؤسسين لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، ثم التعرض لتوضيح مجمل الإجراءات القانونية المتطلبة لإستكمال مراحل تأسيسها.

الفرع الأول:

تعريـــف المؤسسين وبيان مركزهم القانوني:

يرى الفقه القانوني المقارن من أمثال الأستاذان Roblot et Hamel[1] أن شركات الاستثمار خاضعة لطائفتين من القواعد: الأولى قواعد خاصة Règles spéciales والتي يتضمنها قانون شركات الاستثمار، وهي قواعد آمرة تتقيد بها هذه الشركات تقيدا شديدا عند تأسيسها وأثناء إدارتها، والثانية وهي قواعد الشريعة العامة للشركات حيث تخضع لها هذه الشركات في كل ما لم يرد به نص خاص في قانون شركات الاستثمار، وبهذا المعنى فقد نصت المادة 2 فقرة 2 من الأمر 96-08 " تخضع هذه الشركة بإعتبارها شركة مساهمة لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى هذا الأمر ".

وعلى هذا الأساس فإن شركة الاستثمار وحسب المادة 592 من القانون تجاري، يجب ألا يقل عدد الشركاء المؤسسين فيها عن سبعة لا يتحملون الخسائر إلا بقدر حصصهم[2] ، ويعد إشتراط المشرع الجزائري سبعة أشخاص على الأقل لتأسيس الشركة تقوية للضمان تجاه الغير على إعتبار أن زيادة عدد المؤسسين يعد زيادة في الضمان للمكتتبين.

ونلاحظ أنه زيادة في هذا الضمان فقد سعى المشرع المصري إلى زيادة عدد المؤسسين في شركات الاستثمار في المادة2 من القانون رقم 146 لسنة 1988 المنظم لنشاط شركات الاستثمار، حيث تنص هذه المادة على ألا يقل عدد المؤسسين عن عشرين شخصا لا يقل عدد الأسهم التي يكتتب فيها كل منهم عن 1% من قيمة رأس المال المصدر[3] وهذا بدلا من ثلاثة حسب المادة 8 فقرة 1 من قانون الشركات المصري الجديد[4].

---

[1] *Traité de droit commercial*. **D:J.Hamel** et **G. lagarde** édition: Paris librairie Dalloz(1954).

[2] **راجع** المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 المعدل والمتمم للقانون التجاري.

[3] **د/ محمد فوزي سامي** – شرح القانون التجاري – مرجع سابق ص404.

[4] تنظيم الشركات التجارية ، **د/ عباس مصطفى المصري**، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية (سنة 2002).

ونظرا للأهمية القانونية للمؤسسين لاسيما في شركات الاستثمار إرتأينا تسليط الضوء أكثر على هذه النقطة من خلال التطرق أولا لتعريف المؤسسين ثم بيان مركزهم القانوني.

1-تعريــف المؤسسيــن:

لم يعرض المشرع الجزائري إلى بيان مفهوم المؤسس، على عكس المشرع المصري الذي نص في المادة 7 من القانون 159 لسنة1981 بأنه: " يعتبر مؤسسا للشركة كل من يشترك إشتراكا فعليا في تأسيسها بنية تحمل المسؤولية الناشئة عن ذلك... ويعتبر مؤسسا على وجه الخصوص كل من وقع العقد الإبتدائي أو طلب الترخيص في تأسيس الشركة أو قدم حصة عينة عند تأسيسها" وغالبية الفقه في مصر يميل إلى تفسير هذا النص في ضوء المفهوم الواسع للمؤسس، وبالتالي الأخذ بما إستقر عليه قضاء النقض الفرنسي وهو إضفاء صفة المؤسس على كل من يساهم في تنظيم ووضع الشركة في حالة حركة وتشغيل وليس مجرد الموقعين على تأسيس الشركة ونظامها الأساسي، أي التوسع في مفهوم المؤسس بأن يكون كل من شارك في التنظيمات والإجراءات اللازمة لتأسيس الشركة يعتبر مؤسسا، بشرط أن تكون طبيعة هذا الإشتراك تسمح بالإعتقاد بإشتراكهم في إنشاء وتكوين الشركة[1].

ومن خلال إستقراء نصوص قانون التشريع التجاري الجزائري لاسيما المواد 595 و600 يمكن الإستنتاج أن المشرع الجزائري يأخذ بنفس المفهوم الواسع للمؤسس على إعتبار أن كل من يتقدم إلى الموثق بطلب تحرير القانون الأساسي أو يقوم بنشر إعلان للاكتتاب أو يستدعى المكتتبين لجمعية تأسيسية يعد مؤسسا، زيادة على المادة 58 من الأمر 96-08 التي تنص على معاقبة كل من المسيرين القانونيين والفعليين الذين يقومون بتوظيف جماعي للقيم المنقولة دون الحصول على اعتماد.

ويعتبر عدم قصر المشرع لوصف " المؤسس" على المؤسس الظاهر الموقع على العقد الإبتدائي فقط، وإنما بسطه ليشمل المؤسس الفعلي، أمر يتماشى ومصالح صغار

---

[1] **د/ فوزي محمد سامي**، شرح القانون التجاري – مرجع سابق – ص28و29.

المدخرين الذين يقبلون على توظيف أموالهم في هذه الشركات، لأنه يقطع السبيل أمام التحايل على القانون[1].

والملاحظ بالنسبة لشركات الإستثمار ومن خلال الممارسة العملية، أن جلّ هذه الشركات العالمية قد تم تأسيسها من طرف أشخاص معنوية وهي غالبا بنوك أعمال أو شركات تأمين على الحياة وغيرها من المؤسسات ذات الطابع المالي[2]، وذلك راجع إلى أن هذه الهيئات هي التي بإمكانها تقديم ضمانات كافية في مجال التنظيم المالي والوسائل التقنية والمالية حسب ما هو منصوص عليه في المادة 39 من الأمر 96-08 وبالتالي توحي بالأمان أكثر للمكتتبين في هذه الشركات.

2-المركــز القانونـــي للمؤسسيــن:

يكتسي المركز القانوني للمؤسسين أهمية بالغة لاسيما خلال مرحلة التأسيس التي قد تستغرق وقتا ويترتب خلالها مجموعة من الإلتزامات، خاصة وأن المشرع الجزائري قد نص في المادة 549 ق/ تجاري بأن الشركة لا تتمتع بالشخصية المعنوية إلا من تاريخ قيدها في السجل التجاري، وقبل إتمام هذا القيد يكون الأشخاص الذين تعهدوا بإسم الشركة ولحسابها متضامنين من غير تحديد لأموالهم إلا إذا قبلت الشركة بعد تأسيسها بصفة قانونية أن تأخذ على عاتقها هذه التعهدات، وعليه فإن المركز القانوني للمؤسسين يتضح من خلال حالتين:

الحالـــة الأولى: وهي الحالة التي ينجح فيها مشروع الشركة، فتنسحب شخصيتها المعنوية إلى مجموعة التصرفات التي تمت خلال مرحلة التأسيس بالقدر اللازم لتأسيسها، و**الحالـــة الثانية**: وهي إذا لم تسفر إجراءات التأسيس إلى قيام الشركة، وفي هذه الحالة يكون المؤسسون على خلاف الأصل في شركات الأموال مسؤولين شخصيا وبالتضامن عن ديون الشركة[3].

---

(1) **د/ نادية محمد عوض**، الشركات التجارية – مرجع سابق – ص235.

(2) *Juris classeur.Michel Jeantin.et droit bancaire*. **D: Réne Rodiére** Op-cit P466.

(3) **د/ نادية محمد عوض**، الشركات التجارية – مرجع سابق ص159 وما بعدها.

هذا وقد نصت المادة 7 من الأمر 96-08 على أنه يجب القيام بالإجراءات المتعلقة بتأسيس شركات الأسهم في مدة أقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ إعتماد قوانينها الأساسية، وإلا جاز لكل مكتتب أن يطالب أمام القضاء بتعيين وكيل يكلف بسحب الأموال لإعادتها للمكتتبين بعد خصم مصاريف التوزيع في مواجهة المؤسسين المسؤولين بالتضامن.

الفرع الثاني:

إجــراءات التــأسيس:

إن أسلوب تأسيس شركة الاستثمار يكون دائما باللجوء العلني للإدخار وهو ما يقتضيه طبيعة رأس مالها المتغير، حيث تنص المادة 3 من الأمر 96-08: " تصدر أسهم الشركة ويعاد شراؤها في أي وقت..." وهو ما لا يمكن أن يكون إذا تأسست الشركة بدون اللجوء العلني للإدخار والذي يعد منافيا لغرض الذي نشأت من أجله هذه الشركات والمتمثل في تشجيع الاستثمار في القيم المنقولة، ويقصد بالتأسيس باللجوء العلني للإدخار أو التأسيس المتتابع توجيه دعوة عامة للجمهور للإنضمام إلى إحدى شركات المساهمة من خلال شراء عدد من الأسهم المطروحة في السّوق[1].

ويتضح جليا هنا مدى أهمية إختيار شكل شركة المساهمة لهذه الشركات نظرا لأن هذا الشكل هو الوحيد الذي يوفــر ميزة إمكانيــة إصدار سندات قابلــة للتداول des titres négociables، وهذا لجلب أكبر قدر ممكن من الجمهور للتعامل في البورصة بالإضافة لكون هذا الشكل هو الشكل الوحيد المسموح له قانونا بطرح أسهم للاكتتاب العام. وقد تناول المشرع الجزائري قواعد التأسيس باللجوء العلني للإدخار في المواد من 595 إلى 604 ق/ تجاري وتتم هذه الطريقة بتتابع مراحل تأسيس الشركة والتي يمكن إجمالها فيما يلي:

---

[1] **عباس مصطفى المصري**، تنظيم الشركات التجارية – مرجع سابق ص237.

1-تحريـــر مشروع القانـــون الأساسي وطلـــب الإعتماد:

تبدأ مراحل تأسيس شركة الاستثمار بالرجوع إلى القواعد العامة وتحديدا المادة 595 ق/تجاري بتحرير الموثق لمشروع القانون الأساسي للشركة بطلب من مؤسس أو أكثر، وتستطرد المادة بالنص على وجوب إيداع نسخة من هذا العقد بالمركز الوطني للسجل التجاري.

وهنا تلفتنا عبارة العقد الواجب إيداعه إلى مدى تكييف المشرع لمشروع القانون باعتباره عقدا يلتزم فيه المؤسسون بالقيام بإجراءات التأسيس، وقد إختلف الفقهاء في تحديد طبيعة العقد، ففي حين ذهب البعض إلى اعتباره عقد شركة بين المؤسسين أو عقد شراكة أو جمعية Association، ذهب البعض الآخر إلى اعتباره عقدا من نوع خاص يهدف إلى تأسيس شركة مساهمة معلن عنها في النظام الموقع من المؤسسين، وعليه فلا يؤدي هذا العقد إلى نشوء شركة المساهمة باعتبارها شخص معنوي، بل هو مجرد عقد يبرم بين المؤسسين تبين فيه الالتزامات المتبادلة، ومن ثم يشكل هذا النظام بما يحتويه من شروط قاعدة أساسية يستند إليها المكتتبون عند انضمامهم إلى الشركة، بحيث يعتبر كعقد مبرم يوقعه المؤسسون ويلتزم به المساهمون بعد انتهاء الاكتتاب وموافقة الجمعية التأسيسية ولو لم يوقعوا عليه،و يهدف هذا الإجراء بصفة رئيسية لضمان ثبات هذا الأخير وعدم السعي لتعديله لاحقا أثناء تتابع مراحل التأسيس التي قد تستغرق وقتا من طرف المؤسسين السيئ النية[1].

وفي هذا الإطار يجب على مؤسسي شركة الاستثمار تعيين المؤسسة المؤتمنة المشار إليها بالمواد من 36 إلى 39 من الأمر 96-08 ضمن هذا القانون الأساسي، ويتطلب الأمر إلى جانب ذلك الحصول على إعتماد لهذا القانون من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، حيث تنص المادة 6 من الأمر 96-08 على أنه لا يمكن تشكيل شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير إلا إذا اعتمدت هذه الجنة قوانينها

---

[1] **د/ إلياس ناصيف**، الكامل في قانون التجارة (الجزء الثاني)، عويدات للنشر و الطباعة بيروت – لبنان-طبعة1999ص188
Et Yves Gyon, Droit de s'affaires(TOME1),édition :ECONOMICA(paris) ,6emeedition,1990.p273

الأساسية، وتحدد شروط الإعتماد عن طريق لائحة تسنها ذات اللجنة، وفي حالة رفض اللجنة منح الإعتماد يجب أن يكون قرارها مبررًا، كما يحتفظ طالب الإعتماد بحقه كاملا في الطعن المنصوص عليه في التشريع السّاري المفعول، ومن ثم وبعد الحصول على هذا الإعتماد للقانون الأساسي يتم إيداعه بالمركز الوطني للسجل التجاري، وهو ذات ما راح إليه المشرع المصري بموجب المادة 6 من القانون رقم 146 لسنة 1988 التي تنص على أن الموافقة أو الرفض على تأسيس شركة الإستثمار من سلطة مجلس الإدارة لهيئة سوق المال، و تصدر لائحة تنفيذية تضع نموذجا لطلب التأسيس والأوراق والمستندات التي يلزم إرفاقها وتفاصيل إجراءات التأسيس وبيانات السجل[1] ، وهو ذات ما توجه اليه المشرع الفرنسي من خلال القانون 88-1201المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة،حيث كرس من خلال مادته24 وجوب حصول هذه الهيئات على الاعتماد من قبل لجنة عمليات البورصة وكذلك كل عملية تحويل، اندماج و انقسام أو تصفية ،بعد ان كان هذا الاعتماد يمنح قبل التعديل من طرف وزير الاقتصاد و المالية بعد استشارة هذه الأخيرة، وبالتالي فقد كان المشرع الفرنسي متماشيا مع ما جاء به التنظيم الصادر عن المفوضية الأوربية في 30ديسمبر1985،و الذي يدعو الدول الأعضاء في المجموعة الأوربية إلى وجوب اعتماد هيئات التوظيف الجماعي من طرف سلطات هذه الأخيرة، غير أن التوجه التشريعي الحالي في فرنسا يميل نحو تسهيل إجراءات منح هذا الاعتماد وذلك بعد التعديل الصادر بتاريخ 2جويلية 1998 لقانون 88-1201 والذي ينص على استبدال الاعتماد بمجرد تصريح تتقدم به هيئات التوظيف الجماعي التي يكون مبلغ نشاطها يقل عن مبلغ معين تحدده لجنة عمليات البورصة[2].

2-الاكتتاب في رأس المال والوفـــاء بقيمـــة الأســـهم:

حيث أنه وحسب المادة 595 ق/ تجاري وبعد إيداع مشروع القانون الأساسي بالمركز الوطني للسجل التجاري تبدأ مرحلة الإكتتاب في الأسهم، وهي العملية التي يستفاد منها الإفصاح عن إرادة المكتتب الدخول في شركة المساهمة والتحمل بالإلتزامات

---

(1) **فوزي محمد سامي**، شرح القانون التجاري – مرجع سابق ص404.

(2) ***Encyclopedie Dalloz(TOME 3)2001,****Fonds Commun de placement,Pierre Bezard*.P6

الشريك، وقد كان الفقه القانوني قد إختلف حول الطبيعة القانونية للإكتتاب، فمنهم من يعتبره تصرف قانوني مصدره الإرادة المنفردة ومنهم من يعتبره ذا طابع تعاقدي وهو الرأي الراجح فقها وقضاء[1]، وتبدأ هذه المرحلة بنشر المؤسسين تحت مسؤوليتهم إعلانا للإكتتاب، بحيث تكون هذه النشرة خاضعة لتأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وذلك حسب الفقرة الأولى من المادة 46 من الأمر 96-08.

وبالرجوع إلى التشريع الفرنسي لاسيما المادة 4 فقرة 1 من قانون 3 جانفي 1979 التي تحدد مجموعة من العناصر الواجب إدارجها في النظام الداخلي للشركة، ومن بينها قائمة بأوائل المساهمين ،وقيمة مساهمة كل واحد منهم، بالإضافة إلى أسماء المديرين ومحافظ الحسابات يفسرها الفقه الفرنسي[2] إلا أن دعوة الجمهور للإكتتاب لا يكون سريعا من طرف شركات الاستثمارو ذلك عكس ما هو عليه الأمر بالنسبة لباقي أنواع الشركات ، ذلك أن المؤسسين وهم البنوك وشركات التأمين والمؤسسات المالية يكتتبون في كامل الأسهم الأولى، ثم يتولون لاحقا بيعها للجمهور،وهو الإجراء الذي درجت على إتباعه بعض شركات المساهمة الأخرى التي تلجا للادخار العام وذلك أمام تعقد الإجراءات التأسيسية في هذا الاطار وهو ما يؤدي إلى تجنب فشل تأسيس شركة الاستثمار،وهو الأمر الذي يؤدي إلى إستبعاد وجود جمعية تأسيسية، والتي تم إستبعادها صراحة بنفس المادة سالفة ذكر.

ومع إنعدام مادة مشابهة في التشريع الجزائري فيتم تطبيق القواعد العامة، غير أن شركة الإستثمار في جميع الأحوال لا يمكن أن تتأسس إلا إذا كان رأس مالها الأصلي يساوي على الأقل خمسة ملايين دينار مدفوعا بالكامل، وهذا عملا بالمادة 4 فقرة 3 وكذلك المادة 8 من الأمر 96-08 التي تحيل إلى المرسوم التنفيذي رقم 96-974 والذي يحدد مبلغ رأس المال في المادة الثانية منه، هذا الأخير الذي لا يختلف عن القواعد العامة لشركات المساهمة في حال لجوءها للإدخار العام[3]، ويتضح الفرق بينهما في أن الإكتتاب في رأس مال الشركات العادية يكون بالكامل حتى وإن لم يكن مدفوعا، هذا لأن الإكتتاب

---

(1) **عباس مصطفى المصري**، تنظيم الشركات التجارية – مرجع سابق ص234.

(2) ***Juris classeur.Michel Jeantin*** ,Op-cit.et **Yves Gyon,***droit des affaires.op.cit P275.*

(3) **راجع** المادة 594 ق/ تجاري جزائري.

هو إعلان الرغبة في الإنضمام للشركة بصفة شريك ولا يعني بالضرورة دفع قيمة الأسهم[1] الأمر الذي تلغيه المادة 5 فقرة 3 من الأمر 96-08 بالنسبة لشركات الإستثمار وذلك بالنص على وجوب تسديد الأسهم بأكملها عند إكتتابها، والتي يتلزم المؤسسون بإيداع قيمتها مرفوقة بقائمة المكتتبين لدى موثق أو لدى مؤسسة مالية مؤهلة قانونا حسب المادة 598 ق/ تجاري.

وبالرجوع إلى القانون المصري المنظم لنشاط شركات الإستثمار نجده ينص في المادة 2 منه على ألا يقل رأس المال المصدر عن خمسة ملايين جنيه، وألا يزيد عن خمسين مليون جنيه، وأن يطرح 50% منه على الأقل للإكتتاب لغير المؤسسين، وأن يكون رأس المال مدفوعا بالكامل ومملوكا كله للمصريين، وتفاديا لوقوع عملية تهريب أموال الإكتتاب إلى الخارج نص المشرع المصري في المادة 7 من نفس القانون على إلزامية أن تودع الشركة الأموال التي تلقتها من الجمهور خلال أسبوع من تاريخ التلقي في حساب خاص في أحد البنوك المعتمدة والخاضعة لإشراف البنك المركزي ، ولا يجوز تحويل أي مبلغ منها إلى الخارج إلا بموافقة هذا الأخير[2].

وقد كان موضوع مدى إمكانية وجود دعاية إعلامية لشركات الاستثمار لتوزيع أسهمها بين الجمهور موضوع نقاش حاد في فرنسا أثناء وضع قانون 1979،حيث كانت هناك وجهتا نظر متعارضتين:الأولى تعتبر هذه الهيئات عبارة عن ميكانيزمات جديدة لتسيير حوافظ القيم المنقولة،غير أن القانون المتعلق بها موجه أساسا إلى أشخاص لديها مسبقا محافظ ذات حجم صغير أو متوسط وتنشط مسبقا داخل البورصة، ومن هذا التحليل تعتبر الدعاية بغرض الترويج لهذه الأسهم ممنوعة وهي وجهة النظر التي تبنتها الحكومة آنذاك،أما وجهة النظر المقابلة فقد اعتبرت هذا المفهوم صارم جدا و قاسي للغاية،ذلك كون هذه الهيئات بنظرهم تحتاج إلى جمهور جديد يوجه أمواله نحو الادخار العام،إلا انه حاليا مع صدور قانون 1988فقد اتاحت المادة 33 منه لهذه الهيئات أن تسعى لجذب اكبر عدد ممكن من الجمهور للاكتتاب العام عن طريق الدعاية و الإعلان ،وتقوم لجنة عمليات

---

[1] **إلياس ناصيف**، الكامل في قانون التجاري – مرجع سابق ص191، وهو ما تنص عليه المادة 600 ف 2 ق/ تجاري جزائري.

[2] **فوزي محمد سامي** – شرح القانون التجاري – مرجع سابق ص404.

البورصة بتحديد قواعد وشروط هذه الممارسة لتفادي أي تدليس أو تضليل قد يقع فيه المكتتبين[1].

وبعد عملية الإكتتاب يصبح المؤسسين ملتزمين أمام المكتتبين بإستكمال إجراءات التأسيس في خلال 3 أشهر من تاريخ إعتماد قوانين الشركة الأساسية (المادة 7 الأمر 96-08) و إلا جاز لكل مكتتب أن يطالب أمام القضاء بتعيين وكيل يكلف بسحب الأموال لإعادتها للمكتتبين بعد خصم مصاريف التوزيع.

3-اجتماع الجمعيـــة التأسيسيـــة وإجراء قيد وإشهار الشركـــة:

بعد الإنتهاء من عملية الإكتتاب أوجب المشرع الجزائري في المادة 600 ق/ تجاري على المؤسسين أن يقوموا بإستدعاء المكتتبين إلى جمعية عامة تأسيسية في الآجال والأشكال المنصوص عليها بهدف الإعلان عن تأسيس الشركة والتصديق على الأعمال التمهيدية ولإثبات أن الإكتتاب قد تم في كامل رأس المال، كما تبدي هذه الجمعية التأسيسية موافقتها على القانون الأساسي الذي لا يقبل التعديل إلا بإجماع الآراء.

وتشكل الجمعية التأسيسية المظهر الأول لشركة المساهمة، وهي تضم قانونا المكتتبين في الأسهم التي تم طرحها بالإضافة إلى المؤسسين، وهي تجتمع مرة واحدة فقط في حياة الشركة، وهناك من الفقه[2] من يرى أن هذه الجمعية تعمل على إستكمال عناصر العقد الذي بدء أثناء مرحلة الإكتتاب من طرف المساهمين، غير أنها ونظرا لأن بعض قراراتها تتخذ بالأغلبية تتلاشى نظرية العقد أمام إتباع أسلوب الديمقراطية الواجب لتسيير هذه الشركات، كما أنها جمعية لا تنعقد إلا بعد إستكمال إجراءات التأسيس الخاصة برأس المال من إكتتاب عام وتسديد لقيمة الأسهم، وهي تتداول حسب شروط إكتمال النصاب والأغلبية المقررة لجمعيات المساهمين الغير عادية بنص المادة 602 ق/ تجاري.

غير أن مدى جدوى هذه الجمعية بالنسبة لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير تبقى محل جدال، حيث إتجه المشرع الفرنسي نحو إستبعادها في المادة 4 من قانون 1979 والتي تلغي تطبيق المواد من 70 إلى 88 من قانون 1966المتعلق بشركات

---

(1) ***Encyclopedie Dalloz***,*P.Bezard*,*op.*cit.p20.

(2) *Traité de droit commercial*, **G.Ripert** et **R.Roblot** (Sous la direction de Michel Germain) –Tome 1 volume 2 -18éme édition, librairie général de droit et de Jurisprudence E.J.A 2002 p288.

المساهمة على هذه الشركات وبالتالي إعتبارها ليست بحاجة إلى جمعية تأسيسية، وفي مقابل ذلك إستلزم في المادة 1 من نفس القانون ضرورة وجود إشهار أولي لتأسيس الشركة بأن تنشر إعلانا في نشرة الإعلانات القانونية يتضمن إسم الشركة، شكلها، مقرها، رأس المال الأولي، أسماء أوائل المساهمين، تاريخ الحصول على ترخيص بإنشاء الشركة وتاريخ فتح رأس المال للإكتتاب العام، بالإضافة لاسم ومقر الشركة المؤتمنة التي ستودع لديها حافظة القيم المنقولة، ولعل السبب في ذلك يرجع إلى أن الطابع المفتوح لرأس مال هذه الشركة وكذا تداول الأسهم فيها أمر ضروري وحتمي لنجاح تسييرها، وهو ما يحتم دعوة الجمهور للإكتتاب العام فيها ويفرض بذلك شكل شركة المساهمة لتحقيق هذه الأهداف، وهي المتطلبات التي ركز عليها المشرع الفرنسي في المادة 6 من نفس القانــون[1] على اعتبار أنها تجعل المكتتبين يتغيرون بإستمرار مما يقلل من أهمية إجتماعهم في جمعية تأسيسية، وبالتالي إستعاض عنها بفكرة الإشهار الأولي والحصول على ترخيص والذي يرمز إلى رقابة الدولة على هذه الشركات بدلا من رقابة المكتتبين.

غير أن المشرع الجزائري لم ينص على مادة مشابهة في الأمر 96-08، مما يجعل تطبيق القواعد العامة فيما يخص إجراءات التأسيس مسألة حتمية، وبالتالي لا بد من إنعقاد هذه الجمعية التأسيسية والتي من أهم إختصاصاتها التأكد من صحة إجراءات التأسيس والمصادقة على نظام الشركة الذي لا يجوز تعديله إلا بإجماع المكتتبين، هذا النظام الذي يتضمن بدوره أعضاء مجلس الإدارة الذين يصادق عليهم المساهمون بمصادقتهم على هذا النظام (المادة 600 ق/تجاري).

غير أن الإشكالية تثور بالنسبة للمصادقة على تقرير الحصص العينية الذي يجوز تخفيضه بإجماع المكتتبين حسب المادة 601 ق 2 ق/ تجاري، هذا التقدير الذي يقوم به خلافا للقواعد العامة محافظ الحسابات والذي يعين من طرف مجلس الإدارة أو مجلس المديرين لشركة الاستثمار على أساس قائمة تعدهــا لجنــة تنظيم عمليات البورصة ومتابعتها، والذي حسب نص المادة 44 من الأمر 96-08 يحرر تحت مسؤوليته تقريرا تقييميا للحصص المقدمة عينا، ويسلم نسخة منه إلى لجنة تنظيم عمليات

---

(1) ***Juris classeur.Michel Jeantin***, Op-cit.

البورصة ومراقبتها، وعليه فهنا نتساءل حول مدى إمكانية أن تنظر الجمعية التأسيسية للشركة في هذا التقييم خصوصا وأنه خاضع لرقابة اللجنة . إلا أنه من وجهة نظرنا وأمام سكوت المشرع عن إستبعاد مصادقة الجمعية التأسيسية لهذا التقييم يبقي أمر هذه المصادقة وجوبيا بنص المادة 601 ق/ تجاري، وهي ذات المادة التي تنص على وجوب إيداع هذا التقرير بالمركز الوطني للسجل التجاري.

وبعد إستكمال إجراءات التأسيس السابقة يقع على عاتق المؤسسين تسجيل الشركة بالسجل التجاري حتى تنشأ الشخصية المعنوية، وتنص المادة 10من قانون السجل التجاري الصاد رفي 1990على انه إذا كان طالب التسجيل شخص معنوي يجب أن يعرف باسمه و لقبه و صفته،و الشهادة التي تؤهله لان يطلب التسجيل في السجل التجاري للشركات التجارية كما يستلزم الأمر أن يودع القانون الأساسي للشركة ومداولات الجمعية التأسيسية ومحضر انتخاب أجهزة الإدارة و التسيير، وبيان السلطات المعترف بها للمسيرين و جميع العقود المنصوص عليها في التشريع المعمول به ،على أن يتم هذا الإجراء في أجل لا يتعدى 3 أشهر من إعتماد القوانين الأساسية لشركة الاستثمار و ذلك بحسب المادة 7 من الأمر 96-08، وهي المادة التي جاءت بصيغة الوجوب، عكس المادة 604 ق/ تجاري التي نصت على جواز أن يطالب كل مكتتب أمام القضاء بتعيين وكيل يكلف بسحب الموال لإعادتها للمكتتبين مع خصم مصاريف التوزيع، كما وينشر تأسيس الشركة حتى يتم الإحتجاج بها تجاه الغير وهو ما تقرره المادة 548 ق/ تجاري.

المطلب الثاني:

الجزاءات المترتبة على مخالفة قواعد التأسيس:

لقد أبدى المشرع الجزائري على غرار غيره من التشريعات إهتمام كبير بالإجراءات المنظمة لتأسيس شركة المساهمة بصفة عامة وشركات الإستثمار بصفة خاصة، وذلك بوضعه لنصوص آمرة لا يجوز مخالفتها زيادة على فرض رقابة صارمة على تأسيس هذه الأخيرة الشيء الذي يستبعد المخالفات التي قد تقع في الإطار، غير أنه

وفي حالة حدوثها فقد رتب عليها جزاءات كثيرة تتراوح بين المدنية والجزائية المستمدة من القواعد العامة، زيادة على تشريع جنائي خاص بشركات الإستثمار نتطرق إليها بالشرح والتفصيل من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول:
الجــزاء المدنـــي:

تتعرض شركة الإستثمار بإعتبارها شركة مساهمة إلى الجزاءات المدنية المعروفة في القواعد العامة في حالة عدم إحترامها لقواعد التأسيس، وهذا تطبيقا لنص المادة 2 من الأمر 96-08 التي تحيل على تطبيق أحكام القانون التجاري على هذه الشركات في كل ما لم يتم تحديده بمقتضي هذا الأمر، ويتمثل هذا الجزاء المدني في البطلان أو قيام المسؤولية المدنية للمؤسسين، حيث كان من البديهي ونظرا للطابع الأمر للأحكام المتعلقة بتأسيس شركة المساهمة ولاسيما شركة الاستثمار أن يكون جزاء الإخلال بها هو البطلان، غير أن الإشكال يثور في هذه المسألة بصفة خاصة في حالة نشوء شركة إستثمار من دون الحصول على الإعتماد المطلوب لتأسيسها من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، حيث تنص المادة 6 من الأمر 96- 08: " لا يمكن تشكيل شركة الإستثمار ذات رأس مال المتغير إلا إذا اعتمدت لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة مسبقا قوانينها الأساسية"، مما يعني لنا أن مسألة الحصول على الإعتماد إجراء جوهري في تأسيس شركة الإستثمار، ولا يمكن لها أن تتأسس بدونه، إلا أن عدم تصريح المادة آنفة الذكر ببطلان هذه الشركة يضعنا أمام تعارض مع المادة 733 ق/ تجاري التي تنص، " لا يحصل بطلان الشركة أو العقد المعدل للقانون الأساسي إلا بنص صريح في هذا القانون ". وعليه فمن وجهة نظرنا وأمام عدم تصريح المشرع ببطلان الشركة، ينبغي على كل معنى بالأمر اللجوء إلى القضاء بطلب حل الشركة وليس بطلانها على إعتبار أن هذا الفعل بحد ذاته بشكل مخالفة جزائية على المسيرين حسب المادة 58 من ذات الأمر، وفيما عدا هذه الحالة تخضع شركة الإستثمار للقواعد الخاصة ببطلان الشركات في التشريع التجاري، وكذا القواعد

العامة لبطلان العقود، مع تطبيق نظرية الشركة الفعلية المنصوص عليها في المادة 742 ق/ تجاري بالنسبة للغير الحسن النية.

وإلى جانب البطلان تقوم المسؤولية المدنية للأشخاص الذين إشتركوا في تأسيس شركة غير نظامية،بحيث يكونون مسؤولين بالتضامن عن نتائج هذا البطلان بنص المادة 715 مكرر 21 ق/ تجاري، وقد أضاف الإجتهاد القضائي الفرنسي إلى هؤلاء المؤسسين المديرين الأوائل لهذه الشركة الباطلة(1)، وعليه يمكن لكل من لحقه ضرر نتيجة لبطلان الشركة أن يلاحق المتسببين بدعوى المسؤولية المدنية وعلى وجه التضامن، ونفس الحكم ينسحب لصالح المكتتبين في مواجهة المؤسسين في حال إخفاقهم في استكمال إجراءات التأسيس، كما أن هذه الدعوى يمكن أن ترفع من طرف كل من لحقه ضرر حتى ولو صحح هذا البطلان، بل إن القضاء الفرنسي الحديث يقر بقبول دعوى المسؤولية المدنية حتى ولو لجأ المؤسسون إلى حل الشركة تفاديا لدعوى المسؤولية المدنية الناجمة عن البطلان(2).

الفرع الثاني:

الجــزاء الجنائـــي:

لم يكتف المشرع بفرض المسؤولية المدنية على المسؤولين عن أخطاء التأسيس بل فرض عليهم أيضا عقوبات جزائية لضمان إحترام قواعد التأسيس، حيث كان واضحا أن وضع قواعد عقابية في هذا الإطار أمر يشكل عنصر هام لحماية المساهمين، وبما أن شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغير هي شركة مساهمة فهي خاضعة دون شك لهذه القواعد العامة(3)، كما أنها خاضعة للقواعد العقابية الخاصة بالبورصة حسب المادة 53 من الأمر 96-08، وقد سعى المشرع إضافة إلى ذلك إلى وضع قواعد تجريمية خاصة بشركات الإستثمارتتعلق بمخالفة قواعد التأسيس، وقد نصت المادة 58 من الأمر 96-08 " يعاقب المسيرون القانونيون أو الفعليون لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الذين قاموا بتوظيف جماعي

(1) *Traité de droit commercial*, **Ripert et Roblot** Op-cit P301.

(2) **أبو زيد رضوان-** شركات المساهمة، دار الفكر العربي (1983) ص من 105 إلى 107.

(3) **راجع** المواد من 806 إلى 810 ق/ تجاري.

للقيم المنقولة وسندات أخرى قابلة للتداول دون حصولها على الإعتماد ضمن الشروط المحددة بموجب هذا الأمر، أو الذين واصلوا ممارسة نشاطهم في حال سحب الإعتماد منهم بالحبس من 3 أشهر إلى 18 شهرا وغرامة يتراوح مبلغها بين 500000 دج إلى 5000000 دج أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط ".

ونظرا لضخامة حجم العقوبة لاسيما المالية منها والمتعلقة بمسألة الحصول على الإعتماد تتبين لنا مدى أهمية هذا الإجراء والذي يرمز إلى رقابة الدولة على هذه الشركات التي تجمع رؤوس أموال ضخمة من الجمهور وتؤثر على حركة ونشاط البورصة، ولهذا فقد مدد المشرع أثرها على كل من المسيرين القانونيين وحتى الفعليين، وهم غالبا ما يكونون بنوك أو مؤسسات تأمين تسيطر على رأس مال هذه الشركة.

وبالرجوع للمشرع الفرنسي نجده يغفل مسألة الحصول على الإعتماد، ويركز في قواعده التجريمية الخاصة لاسيما المادة 19 من قانون 1979 على ثلاث تصرفات تدخل في إطار التأسيس يتم المعاقبة عليها، أولاها تتعلق بكل شخص سعى لتأسيس شركة الإستثمار بحصة عينة غير تلك المحددة بموجب المادة 5 من ذات القانون، والثانية تخص مخالفة الأحكام المتعلقة بتشكيلة نشاط الشركة أثناء تأسيسها وطوال مدة حياتها، والتي تعرض للمسؤولية الجزائية كل من رئيس مجلس الإدارة والإداريين والمدراء العامون للشركة، ونفس الأشخاص يتعرضون للمساءلة الجزائية في حالة طرحهم أسهما ليست مدفوعة كليا، وهي التصرفات الثلاث التي يعاقب عليها حسب نفس المادة بغرامة من 4000 إلى 120000 فرنك أو الحبس من 6 أشهر إلى سنتين.

وعلى خلاف المشرع الفرنسي، فقد سعى المشرع الجزائري إلى التركيز على توضيح الجهة المختصة بالنظر في تجريم هذه الأفعال وتقرير العقوبات عليها، وهي الجهة القضائية العادية وهذا حسب المادة 54 من الأمر 96-08 تمييزا لها عن الغرفة التأديبية والتحكيمية التابعة لشركة البورصة والمختصة بمعاقبة كل مخالفة للإلتزامات المهنية والأخلاقية التي يرتكبها مسيروا هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة لاسيما تلك المنصوص عليها في المواد 53،55،56 من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، وفي مقابل ذلك فقد سكت عن مصير الشركة بعد الحكم بالإدانة نتيجة لهذه الأفعال، وهو ما يجعلنا أمام ثغرة تشريعية واضحة، وهو الأمر الذي أثاره المشرع الفرنسي في الفقرة الثانية من المادة 22 لقانون 1979

والتي تنص: " في خلال مدة الشهر الذي يلحق كل إدانة نهائية، يستدعى المساهمون لجمعية عامة غير عادية للإتفاق حول التعديلات الازمة لمواصلة تسيير الشركة أو انحلالها المحتمل " وهي المادة التي دفعت فقهاء القانون[1] إلى التساؤل حول عدة نقاط، أهمها الأشخاص الذين توكل إليهم مهمة دعوة هذه الجمعية للإنعقاد، إضافة إلى جعل هذا الخيار على إطلاقه مما يؤدي إلى التساؤل حول مدى إمكانية إستمرار شركة يعتبر تكوين نشاطها غير نظامي أو أسهمها غير مسددة بالكامل؛ بحيث نكون أمام تسيير تدليسي واضح يجعل كل تعديل غير كافي لإعادة الأمور إلى ما كانت عليه، مما يحتم على الجمعية العامة الغير عادية في هذه الحالة تقرير الحل النهائي للشركة، وهو الرأي الذي ينسحب حسب رأينا على التشريع الجزائري نظرا لما يمثله عدم الحصول على الإعتماد من نوايا تدليسية لدى مؤسسي هذه الشركات.

وفي الختام ومن خلال هذا المبحث، نستنتج أن شكل شركة المساهمة الذي فرضه المشرع الجزائري على شركات الإستثمار، يعتبر الشكل الأنسب لتحقيق الأهداف المرجوة من طرف هذه الأخيرة، حيث يعتبر الشكل الوحيد الذي يطرح سندات قابلة للتداول، والذي يسمح بتقرير رقابـــة صارمة على مؤسسي الشركة من خلال إجراءات متلاحقة للتأسيس تدعم الثقة و الإئتمان اللازمين لضمان حقوق المكتتبين، زيادة على تقرير وصاية قانونية عليها من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بإعتبارها مجال نشاط هذه الشركات نظرا لغرضها الحصري ، وهي إجراءات إجبارية حرص المشرع على إتباعها، ورتب على مخالفتها جزاءات مختلفة لاسيما الجنائية منها والتي زادها شدة وصرامة بتقريره لتشريع جنائي خاص بشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، زيادة على القواعد العقابية العامة المعروفة في مثل هذه الحالات، الأمر الذي قد يدفع إلى التساؤل حول مدى فعالية هذه القواعد العقابية المزدوجة ومدى إمكانية تطبيقها في الواقع العملي بالنظر لشدتها وقسوتها.

---

(1) ***Juris classeur.Michel Jeantin.*** Op-cit.

المبحث الثالث:

الأجهزة الإدرايـــة لشركـــة الاستثمار:

إن إدارة شركة المساهمة بصفة عامة ليست بالبساطة التي هي عليها باقي أنواع الشركات، لأن عدد المساهمين فيها لم يحدده المشرع بل تركة مفتوحا ليصل إلى الآلاف من المساهمين، من أجل ذلك تدخل المشرع بنصوص آمرة لتنظيم هذا النوع من الشركات بحيث وزع السلطات الإدارية إجباريا عدد من الهيئات في القانون التجاري وهذا زيادة على ما جاء به الأمر 96-08 من خصوصيات تتعلق بشركات الاستثمار وهي على التوالي:

1- مجلس الإدارة أو مجلس المديرين- المواد من 610 إلى 653 ق/ تجاري.

2- جمعيات المساهمين وهي على نوعين:

أ – الجمعية العامةالعادية

ب- الجمعية العامة الغير عادية، وجرى تنظيمهما بالمواد من 654 إلى 671 ق/تجاري.

3- محافظ الحسابات كهيكل خاص بشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير عوضا عن هيئة مراقبة الشركة المشكلة من مندوبوا الحسابات.

وسنكتفي في دراستنا هذه بالتركيز على أهم النقاط وبالدرجة الأولى الخصوصيات المتعلقة بشركات الاستثمار، محيلين للحصول على المزيد من التفاصيل حول هذه الهياكل إلى القواعد العامة المتعلقة بشركات المساهمة.

المطلب الأول:

مجلس الإدارة:

مجلس الإدارة هو الكيان الإداري الذي يتكون من عدد معين من الأعضاء يختارون من بين المساهمين بالشركة وفقا للقواعد التي يحددها القانون، ويتولى هذا المجلس تسيير أمور الشركة، ويعمل على وضع توصيات وقرارات الجمعية العمومية للمساهمين موضع التنفيذ، ويخضع مجلس إدارة شركة الاستثمار في مجمل أحكامه للقواعد العامة المنصوص عليها في التشريع التجاري لاسيما من حيث تشكيلته وإختصاصاته، فيما عدا بعض الملاحظات الخاصة بالقوانين المقارنة و التي تدفعنا إلى التساؤل حول مدى إمكانية تعويضه بمجلس المديرين الذي جاء به المرسوم 93-08 المعدل للقانون التجاري، وهو ما سيأتي بيانه من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول:

تشكيلـــة مجلـــس الإدارة:

يعتبر مجلس الإدارة بمثابة الهيئة التنفيذية التي تهيمن على نشاط الشركة، وتضع توصيات وقرارات الجمعية العامة للمساهمين موضع التنفيذ، ويخضع هذا المجلس قانونا لسلطان الجمعية العامة باعتبارها هي التي تتولى تعين أعضائه وعزلهمن وهي التي تعتمد أعماله في نهاية السنة المالية، ويتكون هذا المجلس أساسا من رئيس للمجلس والأعضاء.

1-رئيس مجلس الإدارة:

يجوز لمجلس الإدارة أن ينتخب من بين أعضائه رئيسا له بشرط أن يكون شخصا طبيعيا، كذلك يحدد المجلس الأجر الذي يتقاضاه، وفي حالة وقوع مانع مؤقت للرئيس أو وفاته أو عزله، مما يعني شغورمنصبه فإنه يجوز للمجلس انتداب عضو من أعضائه

للقيام بمهام الرئيس، فرئيس مجلس الإدارة خاضع تماما لسلطات أعضاء المجلس الذين يملكون عليه حق التعيين والعزل[1].

ويتولى رئيس المجلس إدارة الشركة، فيمثلها في علاقاتها مع الغير بإعتباره الممثل القانوني لها، وهو يتمتع بسلطات واسعة للتصرف باسم الشركة مع مراعاة السلطات المخولة قانونيا لجمعية المساهمين ولمجلس الإدارة، هذا مع احترام المهمة الرقابية على هذه القرارات والمسندة للمؤسسة المؤتمنة المنصوص عليها في المواد من 36 إلى 38 من الأمر 96-08.

2-أعضــاء مجلــس الإدارة:

يتكون مجلس الإدارة من عدد فردي من الأعضاء بما فيهم الرئيس بحيث لا يقل عن ثلاثة ولا يزيد عن اثني عشر عضوًا، وهو نفس الحد الأدنى المنصوص عليه في التشريع المصري على أن هذا الأخير لم يضع حدًا أقصى لذلك[1]، ويجوز أن يكون عضو مجلس الإدارة شخصا معنويا مع تعيين ممثل عنه يتحمل المسؤولية باسمه الخاص.

وتعرض تعيينات أعضاء مجلس الإدارة على الجمعية العامة العادية للمصادقة عليها، وفي حال إهمال المجلس عرض التعيينات للمصادقة عليها فإنه يجوز لكل معنى أن يلجأ إلى القضاء لطلب تعيين وكيل يستدعي الجمعية العامة للانعقاد من أجل المصادقة على التعيينات، ويجتمع مجلس الإدارة مرة في السنة على الأقل، ولا تصح مداولاته إلا بحضور نصف عدد أعضائه على الأقل، وتتخذ قراراته بأغلبية أصوات الحاضرين ما لم ينص القانون الأساسي على أغلبية أكثر، وعند تعادل الأصوات يرجح صوت الرئيس ما لم ينص على خلاف ذلك في القانون الأساسي[2].

وبالرجوع إلى نص المادة 619 ق/ تجاري نجدها توجب أن يكون أعضاء مجلس الإدارة يملكون على الأقل 20 % من الأسهم في رأس مال الشركة، على أن يحدد القانون الأساسي العدد الأدنى من الأسهم التي يملكها كل عضو، وتخصص هذه الأسهم لضمان

---

[1] المواد من 635 إلى 637 ق/ تجاري.

[1] **عباس مصطفى المصري** – تنظيم الشركات التجارية – مرجع سابق ص279.

[2] المواد من 610 إلى 626 ق/ تجاري.

أعمال الإدارة وهي غير قابلة للتصرف فيها، وفي هذا الإطار وبالرجوع للمشرع الفرنسي نجده يعفي شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير من هذا الشرط بنص المادة 13 من قانون 1979 بأن أعفى مجلس الإدارة من وجوب تملكه أسهم الضمان وهذا مراعاة للطابع المفتوح لرأس مال الشركة[1] ، ويشترط المشرع المصري في المادة 2 من القانون 146 لسنة 1988 على أعضاء مجلس الإدارة والمدير العام أن تكون لهم الجنسية المصرية[2]، بينما اكتفى المشرع الجزائري باشتراط تقديمهم لضمانات كافية تتعلق بخبرتهم في مجال تسيير القيم المنقولة وهذا بنص المادة 39 من الأمر 96-08، حيث لا بد من أن يتولى تسيير الشركة خبراء متخصصين في مجال الاستثمار في السوق المالية وهذا لتوفير الأمن للمدخرين.

الفرع الثاني:

إختصاصـــات مجلـــس الإدارة:

لمجلس الإدارة سلطات واسعة في تسيير أمور الشركة وتحقيق غرضها في حدود عدم مخالفة أحكام القانون أو تجاهل غرض الشركة أو اتخاذ قرارات مصيرية بالنسبة للشركة والتي يرجع فيها إلى جمعية المساهمين، كما يتولى مجلس الإدارة في شركة الاستثمار وخلافا للأصل العام استدعاء الجمعية العامة للمساهمين للانعقاد في خلال 4 أشهر من إقفال السنة المالية وهذا حسب الفقرة 4 من المادة 5 من الأمر 96-08 بدلا من 6 أشهر المنصوص عليها في القواعد العامة لشركات المساهمة، وتقابلها المادة 15 من قانون 1979 الفرنسي والتي تنص على نفس المهلة، وعليه إعداد تقرير عن نشاط الشركة خلال السنة المالية وعن مركزها المالي، كما يلتزم مجلس الإدارة بنشر الميزانية وخلاصة وافية عن تقريره قبل اجتماع الجمعية.

وتجدر الإشارة إلى أنه ونظرا للغرض الحصري لشركة الاستثمار والمتمثل في إدارة حافظة قيم منقولة، فإن دور إدارة الشركة لا يقتصر على عملية بيع وشراء الأوراق

---

[1] ***Juris classeur.Michel Jeantin***, Op-cit.

[2] **فوزي محمد سامي** – شرح القانون التجاري – مرجع سابق ص404.

المالية وبتكوين محفظة منها فقط، بل تقوم هذه الإدارة بمتابعة هذه المحفظة بصفة مستمرة والاستعداد لبيعها لتحقيق أرباح، أو الاستعداد لبيعها في ظروف معينة بخسارة لإعادة الاستثمار في قطاعات أخرى أكثر ربحية، كذلك تسعى إدارة الشركة إلى تنويع هذه المحفظة تنويعا جيدًا بحيث يحتوي على أسهم وسندات من مختلف قطاعات النشاطات الاقتصادية تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطر والعائد[1].

واذا اردنا الحكم على مدى استقلالية قرارات مجلس إدارة شركة الاستثمار وبالرجوع إلى التجربة الفرنسية على وجه الخصوص، يلاحظ أن انعدام توازن العلاقات في شركات الاستثمار الفرنسية بسبب اعتمادها في مواردها المالية على البنوك وشركات التأمين، حيث كانت هذه الاخيرة ولا زالت ممولها الرئيسي بسبب إرتفاع الحد الأدنى لرأس المال اللازم توافره كشرط لتأسيس واستمرار شركة الاستثمار، الأمر الذي يجعل شركة الاستثمار أداة طيعة في أيدي البنوك وشركات التأمين الممولة لها،و عليه فإن هذا الاستقلال يعد استقلال نظري حيث تضطر شركات الاستثمار بدافع حاجتها للتمويل إلى تكليف هذه البنوك والشركات بالتعامل على صكوكها المكونة لمحفظتها المالية في البورصة، مما يجعلها في الواقع جزءًا لا يتجزأ من الإدارات الفنية والمالية لشركات الاستثمار، ويجعل هذه الأخيرة مضطرة لتنفيذ سياسات استثمارية مفروضة عليها من الخارج[2].

الفرع الثالث:

مدى إمكانيـــة تعويض مجلس الإدارة بمجلس المديرين :

يعتبر مجلس المديرين جهاز جاء به المرسوم التشريعي رقم 93-08 المعدل والمتمم للقانون التجاري، وهو جهاز لا يمارس صلاحياته إلا بوجود هيئة أخرى داخل الشركة وهي مجلس المراقبة، والنص عليها في نظام الشركة أمر جوازي للاستغناء عن نظام مجلس الإدارة ويتكون مجلس المديرين من 3 إلى 5 أعضاء يمارس وظائفه وجوبا

---

[1] **أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني** – صناديق الاستثمار – مرجع سابق ص7.

[2] **حسني المصري** – فكرة الترست – مرجع سابق ص11.

تحت رقابة مجلس المراقبة، وتعتبر وظائفه هي نفسها وظائف مجلس الإدارة على أن يقدم تقريرا مرة كل ثلاثة أشهر على الأقل لمجلس المراقبة حول تسييره[1] ، ويقدم هذا الأخير بدوره تقريرا للجمعية العامة يضمنه ملاحظاته حول نشاطات مجلس المديرين.

وتبرز الإشكالية حول مدى إمكانية وجود هذين الجهازين داخل شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير في أن المشرع يشترط ألا ينتمي أي عضو من مجلس المراقبة المشكل من 7 إلى 12 عضوا إلى مجلس المديرين، وأن يحوز هؤلاء خلال مدة عضويتهم 20% على الأقل من رأس مال الشركة كضمانات خاصة بالتسيير، ولهذا فلقد إرتآى جانب من الفقه الفرنسي وعلى رأسهم الأستاذ ديللي M/Dailly أن هذا الشكل من الإدارة لا يتناسب مع شركة الاستثمار وهذا لآن أعضاء مجلس المراقبة سيختارون من بين المساهمين، وعدم الثبات المتعلق بهؤلاء نظرا لعدم ثبات رأس المال يجعل عمل مجلس المراقبة صعبا[2]، زيادة على تشتت الأسهم على عدد غير محدود من المساهمين الذين يعتبرون من صغار المدخرين مما يجعل تجمع نسبة الضمان في غاية الصعوبة، وعليه فكل شركة استثمار مفتوحة لا بد أن تتبع أسلوب الإدارة التقليدي المتمثل في مجلس إدارة ورئيس مدير عام للشركة، وهو نفس الطرح الذي سار عليه المشرع الفرنسي حيث تنص المادة 13 من قانون 1979 على أنه ليس أمام مؤسسي شركة الاستثمار الخيار بين نوعي الإدارة(مجلس إدارة أو مجلس مديرين)، ومن جهة أخرى فإن نفس المادة تعفي حتى المديرين من وجوب تملكهم أسهم الضمان المنصوص عليها في القواعد العامة، ومع ذلك نلاحظ أن المشرع الجزائري قد أجاز لشركة الاستثمار أن تتخذ مجلس المديرين كجهاز للإدارة وهذا من خلال نص المواد 11 و 43 من الأمر 96-08.

---

[1] المواد من 642 إلى 647 ق/ تجاري.

[2] ***Juris classeur.Michel Jeantin***, Op-cit.

المطلب الثاني:

جمعيــات المساهــمين:

تعتبر جمعيات المساهمين بمثابة جهاز الرقابة الأعلى على أعمال الإدارة، وبهذا فهي عبارة عن هيئة عليا خولها القانون سلطات واسعة، وهي على نوعين:

الأولى عادية وهي تنعقد مرة واحدة في السنة على الأقل، والأخرى غير عادية وهي لا تنعقد إلا إذا دعت الحاجة إليها بسبب ظرف استثنائي، واللتين سنحاول دراسة أحكامهما القانونية من خلال الفرعين التاليين مع التركيز على الاستثناءات الواردة بشأنها في قانون شركات الاستثمار.

الفرع الأول:

جمعيـــة المساهميـــن العاديـــة:

يعتبر الإنعكاس المنطقي للشكل الذي تتخذه شركة الاستثمار وهو شكل شركة المساهمة بان تطبق القواعد العامة التي تحكم هذه الخيرة على شركات الاستثمار لاسيما فيما يخص طريقة عمل جمعيتها العامة، وعلى هذا الأساس يرى الدكتور حسني المصري[1] أنه بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة فإن الشركاء في شركة الاستثمار لهم صفة إيجابية لوجود جمعيات مساهمين لهم، عكس صناديق التوظيف التي يعتبرون طرف سلبي فيها، بغض النظر عما يصيب هذه الشركات من ضعف نية المشاركة لدى المساهمين على غرار باقي شركات المساهمة وإحجامهم عن الاشتراك في الإدارة وإعراضهم عن حضور الجمعيات العمومية،مما يجعل القرارات المتخذة تميل إلى جانب أعضاء مجلس إدارتها وتوفر لهم الفرصة لتحقيق مصالحهم الخاصة، ولهذا فقد سعى المشرع الجزائري على غرار غيره من التشريعات إلى الخروج في العديد من النقاط القانونية عن القواعد العامة وهذا حماية لمصالح المدخرين، وهو ما سنحاول تفصيله من خلال العنصرين التاليين.

---

[1] **حسني المصري** – فكرة الترست – مرجع سابق ص363.

1-استدعاء الجمعية العامة العادية للانعقاد:

خلافا للقواعد العامة تنص الفقرة 4 من المادة 5 من الأمر 96-08 على أن تنعقد الجمعية العامة خلال 4 أشهر من إقفال السنة المالية ويجوز عقدها حتى في حالة عدم بلوغ النصاب القانوني، وتقابلها المادة 15 من قانون 1979 الفرنسي والتي تنص بدور على انعقاد الجمعية في أجل 4 أشهر من إقفال السنة المالية بدلا من 6 أشهر المنصوص عليها في القواعد العامة مع الإبقاء على وجوب عقد جمعية عامة ثانية في حالة عدم بلوغ النصاب وتطبيق القواعد العامة في هذا الإطار مع إختلاف في المواعيد، ويرجع المحللون سبب تقليص هذه المدة إلى وجوب حماية المساهمين من أي تلاعب في الحسابات لاسيما إعادة استثمار الأرباح في عمليات لاحقة، وكذا سرعة حصولهم على الأرباح والتي تعتبر السبب الأساسي للجوء المدخرين لشركات الاستثمار[1] والذي سيتم توضيحه أكثر عند التطرق لمسألة توزيع الأرباح.

أما فيما يخص مسألة إعلام المساهمين قبل الانعقاد فلم يتعرض لها المشرع الجزائري بشكل جدي وإنما ترك أمرها للقواعد العامة إذا ما استثنينا مسألة وجوب نشر تقارير النشاطات السداسية الأشهر والسنوية وكذا تكوين الأصول والمنصوص عليها بالمادة 46 من الأمر 96-08، بينما تطرق المشرع الفرنسي لهذه المسألة بكثير من التفصيل اهتماما منه بمسألة وجوب إعلام المساهمين لتفعيل دور الجمعية العامة في اتخاذ القرارات، وفي الإطار فقد وضعت قواعد خاصة لإعلام المساهمين قبل انعقاد الجمعية وهي تختلف حسب نوع الأسهم إن كانت اسمية أو لحاملها.

وعلى هذا الأساس تنص المادة 19 فقرة 1 من قانون 1979 على وجوب استدعاء أصحاب الأسهم الاسمية برسالة موصى عليها ترسل قبل 30 يوما على الأقل قبل انعقاد الجمعية وهي مدة تقلص حسب المادة 17 فقرة 1 إلى 6 أيام عند انعقاد جمعية عمومية ثانية لعدم بلوغ النصاب، وهي قاعدة جوهرية يجب احترامها لصحة انعقاد الجمعية، أما إذا كانت الأسهم لحاملها وهي الحالة الغالبة، فالاستدعاء يتم عن طريق نشر إعلان في نشرة الإعلانات القانونية خلال مدة لا تقل عن 30 يوما قبل انعقاد الجمعية، ويحتوى هذا

(1) ***Juris classeur.Michel Jeantin***, Op-cit.

الإعلان حسب المادة 15 من نفس القانون على البيانات التالية: « عنوان الشركة، مقر الشركة يوم ساعة ومكان الانعقاد، نوع الجمعية (عادية أو غير عادية)، موضوع الاجتماع، مكان إيداع الأسهم لحاملها للحصول على حق المشاركة وكذلك تاريخ هذا الإيداع».

وعند استدعاء الجمعية العمومية للانعقاد يكون على إدارة الشركة وضع مجموعة من المعلومات تحت تصرف المساهمين، مجمل هذه المعلومات حددتها المادة 16 وهي: الميزانية، حساب الأرباح ومجمل النشاطات عند إقفالها، تقارير محافظ الحسابات ومجلس الإدارة، وهي وثائق يتم وضعها تحت تصرف المساهمين 15 يوما على الأقل قبل الاجتماع.

ومن خلال هذه التفاصيل المتعلقة باستدعاء المساهمين والتركيز على حق إعلامهم من طرف المشرع الفرنسي نستنتج أنه يسعى لجعل جمعية المساهمين في شركة الاستثمار ضمانة حقيقة للمدخرين من خلال تفعيل مشاركتهم في إدارة الشركة، وهي المسألة التي لم يولها المشرع الجزائري كل تلك الأهمية، أما المشرع المصري فقد راح في إغفالها إلى أبعد من ذلك من خلال المادة 6 من الأمر 146 لسنة 1988 والتي تنص على أن تصدر الشركة لقاء الأموال التي تتلقاها من الجمهور صكوك استثمار تخول ما لكيها المشاركة في الأرباح والخسائر دون المشاركة في الإدارة[1]، مما يجعلنا نتساءل حول جدوى وجود جمعيات مساهمين والتي تعتبر جهاز إلزامي للإدارة بحكم القانون داخل شركة المساهمة.

2 - الإختصاصات وكيفيـــة المصادقـــة على القرارات:

لقد خول القانون للجمعية العامة العادية لشركات المساهمة سلطات واسعة، حيث نصت المادة 675 ق/ تجاري بأنه يجوز للجمعية اتخاذ كل القرارات التي لم تشر إليها المادة 674 ق/ تجاري والتي تمثل اختصاصات الجمعية الغير عادية، ويمكن إيجاز اختصاصات الجمعية العامة العادية فيما يلي:

1- إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة وعزلهم.

---

[1] **فوزي محمد سامي** – شرح القانون التجاري – مرجع سابق ص404.

2- مراقبة المركز المالي للشركة، ويتم ذلك بإطلاع المساهمين على الجرد وحساب الاستغلال العام والأرباح والخسائر.

3- مراقبة أعمال مجلس الإدارة.

4- ويضاف إلى ذلك بالنسبة لشركة الاستثمار و نظرا للطابع المفتوح لرأس المال اختصاص الجمعية العامة العادية بتوكيل مجلس الإدارة أو مجلس المديرين من أجل تعليق عملية إعادة شراء الأسهم الموجودة وكذلك إصدار أسهم جديدة عندما تقتضي ذلك ظروف استثنائية أو عندما تتطلب ذلك مصلحة المساهمين، وهو ما تنص عليه المادة 11 من الأمر 96-08 وتؤكده الفقرة 6 من المادة 5 من نفس القانون.

وبالنسبة لكيفية المصادقة على القرارات فقد تخلى المشرع الجزائري عن ضرورة اكتمال النصاب القانوني بنص المادة 5 فقرة 4 من الأمر 96-08 حيث تؤكد على عقد الجمعية حتى في حالة عدم بلوغ النصاب، وهوما قد يوحي بالتقليل من أهمية دور المساهمين في إدارة الشركة، أما المصادقة على القرارات فتتم حسب القواعد العامة والتي تنص على أن يكون لكل مساهم أن يحضر بنفسه أو أن ينيب عنه من يمثله في الجمعية عن طريق الوكالة، ويتم التصويت بأغلبية الأصوات المعبر عنها ولا تؤخذ الأوراق البيضاء التي تمثل امتناع عن التصويت بعين الاعتبار إذا أجريت العملية عن طريق الاقتراع، ويكون لكل مساهم عدد من الأصوات يعادل عدد الحصص التي اكتتب بها دون أن يتجاوز ذلك نسبة 5% من العدد الإجمالي للأصوات، ولكل سهم صوت واحد على الأقل، على أنه يجوز أن يحدد القانون الأساسي عدد الأصوات التي يحوزها كل مساهم في الجمعية[1].

وفيما يخص التصويت بالوكالة فقد وضع المشرع الفرنسي قاعدة خاصة فيما بشركات الاستثمار نصت عليها المادة 18 من قانون 1979 وهي وجوب أن يكون النائب مرفوقا بإذن يوم الاجتماع، زيادة على مجموعة من الوثائق وهي: نص مشاريع القرارات المقترحة الميزانية، حساب الأرباح، تقارير محافظ الحسابات ومجلس الإدارة، ويرجع السبب في ذلك إلى ضرورة التحقق من أن المساهمين قد تم إعلامهم جيدا بما سيتم

---

[1] المواد من 655 إلى 657 ق/ تجاري.

مناقشته من خلال الجمعية، ومن جانب آخر يبقي المشرع الفرنسي مسألة التصويت بالمراسلة مطروحة وهو ما دفع بالعديد من القانونيين إلى اعتبارها ثغرة قد تشكل إمكانية لتلاعب الإدارة في الحصول على سلطات على بياض[1].

الفرع الثاني:

جمعيـــة المساهمين الغير عاديـــة:

لا توجد مواعيد محددة لانعقاد الجمعية العامة الغير عادية، إنما يرتبط انعقادها بوجود حالات إستثنائية تستدعي ذلك، ولمجلس الإدارة أن يقرر دعوة هذه الجمعية للانعقاد كما تجب عليه هذه الدعوة إذا طلب منه ذلك عدد من المساهمين يملكون 10% من رأس المال على الأقل متى كان الطلب قائما على أسباب جدية، وتصدر قرارات الجمعية الغير عادية بأغلبية ثلثي الأسهم المتمثلة في الاجتماع إلا إذا كان القرار يتعلق بحل الشركة قبل الميعاد أو تغيير غرضها الأصلي أو إدماجها فيشترط لصحة القرار أن يصدر في أغلبية ثلاثة أرباع الأسهم في الاجتماع[2] ، ويبقى شرط وجوب توافر النصاب القانوني لانعقادها مطلوبا عكس الجمعية العامة العادية، وهو ضرورة حضور عدد من المساهمين يملكون على الأقل نصف الأسهم في الدعوة الأولى، فإذا لم يتوفر النصاب وجب إرجاء الاجتماع إلى موعد لاحق يشترط فيه حضور مساهمين يمثلون الربع من الأسهم ذات الحق في التصويت، كما يجب أن يخضع هذا النوع من القرارات لموافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بنص المادة 42 من الأمر 96-08.

وتختص الجمعية العامة الغير عادية بتعديل نظام الشركة حصريا، بما في ذلك حل الشركة او تغيير غرضها الأصلي أو إدماجها، وحول هذه المسألة الأخيرة أثير جدل فقهي وقضائي فرنسي كبير حول مدى صلاحية شركة الاستثمار تقرير اندماجها في شركة أخرى، حيث وبعد تردد بين الفقه والقضاء سمح قانون 1945 الفرنسي المتعلق بشركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت الاندماج في شركة مساهمة عادية، بينما اعتبر مجلس استئناف باريس اندماج شركة الاستثمار في شركة مساهمة يلزم المساهمين في شركة

---

[1] ***Juris classeur.Michel Jeantin***, Op-cit.

[2] المواد من 675 إلى 685 ق/ تجاري.

الاستثمار الانضمام إلى شركة قد لا تعطيهم نفس الضمانات وبالتالي حكمت برفض الاندماج، وهو الحكم الذي سرعان ما نقض من طرف مجلس النقض الذي ألغى القرار على أساس أن الجمعية العامة الغير عادية قد أقرت الاندماج المسموح به في المادة 7 من قانون 1945 والتي تنص على إمكانية الاندماج عن طريق الابتلاع في شركة أخرى أو عن طريق الاندماج بالأقسام في عدد معين من الشركات الموجودة مسبقا، غير أن المعلقين على هذه المادة إعتبروا أنها تتعلق بشركات الاستثمار المغلقة ولا يمكن تطبيقها على الشركات المفتوحة[1].

وإنهاءً لهذا الإشكال فقد جاء قانون 1979 بشروط خاصة لاندماج شركات الاستثمار المفتوحة وبإجراءات خاصة أيضا، وحسب المادة 16 من هذا القانون يمكن لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير أن تدمج إليها شركة أخرى مهما كان شكلها القانوني بطريق الابتلاع حتى ولو كانت في حالة تصفية، كما يمكن لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير أن تنشئ شركة استثمار أخرى بالاندماج مع أي نوع من أنواع الشركات، وبهذه القيود يكون المشرع قد ضمن للمساهمين عدم الخروج عن الغرض الحصري للشركة، زيادة على خضوع هذا الاندماج لمصادقة وزير الاقتصاد والمالية ولجنة مراقبة عمليات البورصة، وهذا لمراقبة مدى مطابقة هذه العملية للقوانين لاسيما عدم حياد الشركة عن غرضها وعدم تملكها لأموال خارجة عن تلك المحددة قانونا (عقارات، منقولات غير مذكورة قانونا...)، وعلى الجمعية العامة التي تقر هذه العملية أن تمنح السلطة لمجلس الإدارة للقيام بالتصرفات المناسبة لتطور النشاط وكذا لتحديد مدى تكافؤ المبادلات، وهذه العمليات يجب أن تتم في تاريخ محدد وبمراقبة محافظ الحسابات، ويناقش هذا المشروع بين مجلس الإدارة ومحافظ الحسابات قبل 45 يومًا على الأقل من اجتماع الجمعية غير العادية للمساهمين وهذا حسب المادة 20 من نفس القانون، وعلى هذا الأخير وضع تقريره في متناول المساهمين 15 يوما على الأقل قبل الاجتماع[2].

ومن خلال هذه التفاصيل القانونية المتعلقة بعمليات الاندماج التي يجوز لجمعية المساهمين الغير العادية التطرق إليها نلاحظ مدى تعقيد هذه العملية بالنسبة لشركة

---

(1) **حسني المصري** – الجوانب القانونية لاندماج شركات الاستثمار... – مرجع سابق ص22 وما بعدها.

(2) ***Juris classeur.Michl Jeantin***, Op-cit.

الاستثمار والتي أولاها المشرع الفرنسي أهمية بالغة، بينما اكتفى المشرع الجزائري بوضع رقابة إدارية من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها على هذه العملية مغفلا أي ضوابط قانونية أخرى قد تشكل مرجعية لاتخاذ القرار السليم من طرف هذه الشركة.

وفي ختام هذا المطلب، ومن خلال تطرقنا للأحكام القانونية المتعلقة بجمعيات المساهمين في شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، ورغم المحاولات التشريعية لتفعيل دور صغار المدخرين في إدارة هذه الشركة، إلا أن طبيعة رأس مالها المتغير وما يترتب عنه من إصدار أسهم جديدة تؤدي إلى دخول مساهمين جدد مما يعني تشتتا أكبر للأصوات، أمر سينعكس حتما ليس فقط على إضعاف مركز المساهمين القدامى، بل قد يؤدي كذلك لإضعاف سيطرة حملة الأسهم العادية عموما على مجريات الأمور، ويطلق بالتالي العنان لمجلس الإدارة في التصرف بحرية في أمور الشركة، على خلاف الأمر بالنسبة للشركات ذات رأس المال الثابت.

المطلب الثالث:

محافـــظ الحســـابات:

حسب القواعد العامة و رغم أن جمعية المساهمين ولو من الناحية النظرية تختص بالرقابة في الكثير من اختصاصاتها، إلا أن الواقع العملي أثبت عدم كفاية مثل هذه الرقابة فالرقابة المحاسبية مثلا من المسائل المعقدة وتحتاج إلى أفراد متخصصين، ولهذا فقد وضع المشرع الجزائري على غرار غيره من التشريعات قواعد قانونية آمرة تتعلق بإنشاء هيئة رقابة داخل شركة المساهمة تتشكل من واحد أو أكثر من مندوبي الحسابات، إلا أن الأمر بالنسبة لشركة الاستثمار يختلف في هذه المسألة عن غيرها من شركات المساهمة، حيث جرى إستبدال مندوبي الحسابات المكونين لهيئة الرقابة بمحافظ حسابات تختلف صلاحياته وقواعد تعيينه عن هؤلاء المندوبين،وفي الواقع فقد تعرض المشرع

الجزائري لتنظيم هذه المهنة في القانون رقم 91-08المؤرخ في 27ابريل1991 المتعلق بمهنة الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد،وتعرف المادة 27منه محافظ الحسابات بأنه كل شخص يمارس بصفة عادية باسمه الخاص وتحت مسؤوليته مهنة الشهادة بصحة وانتظامية حسابات الشركات التجارية بما فيها شركات الأموال وفقا لأحكام القانون التجاري وكذا الجمعيات والنقابات و التعاضديات الاجتماعية، وللإحاطة بمختلف الجوانب القانونية الخاصة بتعيين و نشاط محافظ الحسابات داخل شركة الاستثمار قررنا تقسيم هذا المطلب إلى الفروع التالية:

الفرع الأول:

تعيين محافظ الحسابات :

كان واضحا بالنسبة لمشرع قانون شركات الاستثمار أنه لحماية صغار المدخرين الذين يلجؤون لهذه الشركات في سبيل الحصول على ربح مضمون قدر الإمكان مع ضعف نية المشاركة لديهم أمر يكتسي أولوية خاصة، ولهذا فقد كان لهيئة الرقابة والمتمثلة في محافظ الحسابات داخل الشركة خصوصية قانونية جد واضحة متأتية من الغرض الحصري لشركات الاستثمار و طبيعة رأس مالها المتغير.

وتتضح خصوصية شركة الاستثمار بالنسبة لمحافظ الحسابات في مسألة تعينيه حيث وعلى عكس القواعد العامة التي تقضي بتعين مندوب حسابات أو أكثر للشركة من طرف الجمعية العادية للمساهمين يختارون من بين المهنيين المسجلين في جدول المصف الوطني[1]، فإن محافظ الحسابات في شركة الاستثمار وحسب المادة 43 من الأمر 96-08 يعين من طرف مجلس الإدارة أو مجلس المديرين بناءً على قائمة تعدها لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها ولمدة سنة مالية أو أكثر،على انه يجب في جميع الأحوال مراعاة حالات التنافي المنصوص عليها بموجب الامر91-08حيث لا يجوز بحسب المادة 33منه تعيين الشركة كمحافظ حسابات الأشخاص الذين تلقوا منها خلال السنوات الثلاث الأخيرة احورا أو أتعابا أو امتيازات أخرى لا سيما في شكل قروض أو تسبيقات أو

---

(1) **راجع** المواد من 715 مكرر 4 ق/ تجاري جزائري.

ضمانات، كما وتضيف المادة 34على منع محافظ الحسابات من رقابة شركة يملك فيها بصفة مباشرة أو غير مباشرة مساهمات ، أما المشرع المصري فلم يبتعد كثيرا عن القواعد العامة فيما يتعلق بالهيئة الرقابية لشركة الاستثمار حيث تنص المادة 10 من الأمر 146 لسنة 1988 على أن يكون للشركة مراقبان للحسابات من مكاتب المحاسبة والمراجعة الوطنية يتم تعيين أحدهما من الجمعية العامة للشركة و الآخر يعينه الجهاز المركزي للمحسابات ويحدد مكافآته و واجباته، ويجوز للجهاز عزلهما بناءً على طلب هيئة سوق المال في حالة الإخلال بواجباتهما[1].

وبالعودة إلى التشريع الفرنسي نجده قد كان يختلف عن كلا التشريعين السالفين، حيث وحسب المادة 4 من قانون 1979 لا يعين محافظ الحسابات بقرار الشركاء كما هو الحال في القواعد العامة وإنما يتم تعيينه من طرف السلطة القضائية عن طريق طلب تعيين يتقدم به إما المساهمين الأوائل(ويقصد بهم المؤسسون بصفة خاصة) أو من طرف أحدهم، أو بطلب من رئيس مجلس الإدارة، وشرحت المادة 13 من ذات القانون الإجراءات الواجب إتباعها بخصوص هذه المسألة، بأن يتم تقديم هذا الطلب في شكل عريضة تقدم لرئيس المحكمة التجارية التي يقع ضمن دائرة اختصاصها مقر الشركة، ويتم تعيين هذا المحافظ من طرف القاضي من بين قائمة الأشخاص المؤهلين للقيام بهذا العمل في الشركات التجارية (المادة 14 من قانون 1979) والذي يتم تعيينه بعد أخذ رأي لجنة عمليات البورصة، ويتم نشر تعينيه في النشرة الشهرية لهذه الأخيرة، ويرى المحللون أن هذه الاستشارة الأخيرة وإن كانت ليست ملزمة قانونيا لرئيس المحكمة إلا أنها عمليا تلعب دورًا حاسمًا في هذا التعيين، مما يشكل رقابة معتبرة من طرف لجنة عمليات البورصة على تعيين محافظ الحسابات،غير انه حاليا و مع صدور قانون 1988فقد أصبح محافظ الحسابات يعين لمدة ستة نشاطات مالية من طرف مجلس الإدارة بعد اخذ موافقة لجنة عمليات البورصة[2]، إلا أن هذا التغيير الحاصل من وجهة نظرنا يعتبر نتيجة لتطور هيئات التوظيف الجماعي داخل المجتمع الفرنسي بحيث أصبح

---

[1] **فوزي محمد سامي** – شرح القانون التجاري – مرجع سابق ص405.

[2] ***Juris classeur.Michel Jeantin***, Op-cit.et **Encyclopedie Dalloz,Le Commissaire aux Comptes,Joel Moneger et Thierry Granier**.p4

بالإمكان الوثوق في مسيريها لاقتراح محافظ حسابات يكون على قدر من الكفاءة والخبرة وبإمكانه أن يحيط علما بكل ما يتعلق بمتطلبات المهنة و أخلاقياتها،وذلك على عكس دول العالم الثالث التي لم تتبلور في واقعها بعد هذه الأخلاقيات و المتطلبات.

وتجدر الإشارة إلى أنه نظرا للطابع القضائي الذي كان سائدا لتعيين محافظ الحسابات في التشريع الفرنسي فقد دار جدل فقهي[1] حول مدى إمكانية تقديم هذا الأخير لاستقالته من مهامه نظرا لحصول مانع من موانع أدائه لمهامه، هذا الأمر الذي قد يحصل قانونيا إما بحصول إستحالة جسدية (مرض، حادث) أو إستحالة قانونية (تعارض مع مهام أخرى يؤديها، مناصب أخرى...)،إلا أن هذا الأمرلم يعد يطرح إشكالا في الوقت الحالي على اعتبار إمكانية تقديم محافظ الحسابات لاستقالته للجهة الإدارية التي عينته والمتمثلة في مجلس الإدارة أو مجلس المديرين،وهو ذات الحكم الذي ينسحب على استقالة محافظ الحسابات في التشريع الجزائري.

الفرع الثاني:

اختصاصات و سلطات محافــظ الحسابات:

يبدو واضحا من خلال اختلاف التسمية بين مندوب الحسابات ومحافظ الحسابات سعة الصلاحيات واستقلاليتها بالنسبة لهذا الأخير مقارنة مع مندوب الحسابات الذي لا تتعدى مهامه مراقبة حسابات الشركة، وقد جاء هذا الجهاز الخاص بهذه الشركات استجابة لفرضين مهمين تفرضهما خصوصية هذه الشركة وهما الإعلام والمراقبة، حيث استقر الفقه القانوني على ضرورة[2] توفير ضمانات معينة للمكتتبين في شركة الاستثمار ومن أهم هذه الضمانات الحق في الإعلام المتواصل بنشاط هذه الشركة وهي الوظيفة التي يسهر على تنفيذها محافظ الحسابات بما لديه من حياد، وذلك عن طريق واجب إطلاعه الجمعية العامة على كل المخالفات والأخطاء التي يعاينها أثناء تأدية مهامه، ومن جهة أخرى فهو يعتبر كوسيط بين الشركة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كهيئة رقابية على هذه الأخيرة، ويقع على عاتقه مهمة إطلاعها بدورها على كل المخالفات التي

---

[1] ***Juris classeur.Michel Jeantin***, Op-cit.
[2] *Les sociétés d'investissement*…**D:Senn** Op-cit P145.

يكشفها وهذا بنص المادة 45 من الأمر 96-08، كما يتعين عليه السهر على احترام إجراءات الشهر اللازمة لكل نشاط موجه للجمهور بغرض تحقيق حق الإعلام اللازم للمكتتبين، ويتعلق الأمر بنشر كل المعلومات الحسابية والمالية الظرفية والدورية والدائمة المنصوص عليها في المادة 46 من نفس الأمر، كما يتحقق من صدق المعلومات المنشورة قبل إرسالها إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

وبالإضافة لهذه المهام الخاصة فانه يقع على عاتق محافظ الحسابات كذلك مجموعة من المهام العامة والمنصوص عليها بموجب المادة 28 من الأمر 91-08 وهي على التوالي:

1- الشهادة بان الحسابات السنوية منتظمة و صحيحة، و مقارنتها بالعمليات التي تمت في السنوات المنصرمة،وكذا الأمر بالنسبة للوضعية المالية لممتلكات الشركة في نهاية السنة.

2- مطابقة الحسابات السنوية للمعلومات المبينة في تقرير التسيير الذي يقدمه المسيرون للمساهمين .

3- يقدر مدى توفر الشروط اللازمة لإبرام الاتفاقيات بين الشركة التي يراقبها و المؤسسات أو الهيئات التي تتبعها أو بين المؤسسات التي يكون فيها للقائمين بإدارة الشركة المعنية مصالح مباشرة آو غير مباشرة.

4-إعلام المسيرين والجمعية العامة عن كل نقص قد يكتشفه أثناء أدائه لمهامه.

و لتسهيل أداء مهام محافظ الحسابات فقد حرص المشرع على تبيين مجموعة من السلطات المنوطة به والمنصوص عليها بموجب المواد من 35 إلى 42 من الأمر 91-08 بحيث يكون لمحافظ الحسابات في كل وقت الحق في الاطلاع على كل الوثائق والكتابات التابعة للشركة ،ويمكنه أن يطلب كل التوضيحات و المعلومات وان يقوم بكل التفتيشات التي يراها مناسبة،وعلى القائمين بالإدارة أن يقدموا له في كل سداسي على الأقل جدولا للمحاسبة معد حسب مخطط الموازنة و الوثائق المحاسبية التي ينص عليها القانون ،كما يكون لمحافظ الحسابات بصفته محافظا للحصص أن يستعين بأي خبير مهني في إطار أدائه لمهامه.

وبالعودة إلى التشريع الفرنسي نجد أن الرقابة صارمة من طرف لجنة عمليات البورصة على محافظ الحسابات، وهي لازمة لحماية مساهمي شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير هذه الشركات التي تضعف إن لم نقل تنعدم فيها نية المشاركة، ويقوم محافظ الحسابات زيادة على المهام التي يقوم بها غيره في باقي شركات المساهمة بإعداد تقرير قبلي عن كل عملية اندماج أو انقسام قد تحدث في الشركة، ويراقب تقييم القيم المنقولة وكذلك كل عناصر الميزانية عند حدوث ضرورات تتطلب ذلك، وهي قرارات تتخذ من طرف مجلس الإدارة وتحت رقابة مراقب الحسابات، هذا الأخير الذي عليه إعلام لجنة عمليات البورصة بكل هذه المستجدات وهذا بحسب المادة 4 من قانون 1979، كما أنه ملزم بتقديم تقرير سنوي للجنة يتعلق بحسابات الشركة وفق الشروط المحددة بالمادة 12 من نفس القانون والتي تنص على وجوب وضع تقريره حول حسابات الأرباح والميزانية في مدة أقصاها 30 يومًا من تاريخ إقفال السنة المالية، إضافة إلى تقرير لاحق يناقش فيه تقرير مجلس الإدارة يضعه في مدة لا تتعدى 45 يوما عن إقفال السنة المالية لدى مجلس الإدارة أو مجلس المديرين مرفوقا بملاحظاته حول كل ما يجده من تجاوزات تتعلق بقواعد النشر اللازمة وحتى أهلية وجنسية الإداريين ،وهو ذات الحكم الذي ينسحب على استقالة محافظ[1].

كما أن محافظ الحسابات يضطلع بتقدير الحصص العينية حسب نفس المادة، وهي الصلاحية التي تبررمن وجهة نظرنا بصورة أكثر وضوحا ضرورة تعيينه من طرف سلطة قضائية بدلا من أي هيئة إدارية داخل الشركة لضمان استقلاليته عن أعضاء الإدارة، وفيما يخص تحديد أتعابه فتنص المادة 14 على أن يتم تحديدها بالاتفاق بين المحافظ ومجلس الإدارة على اعتبار أنها تختلف باختلاف حجم نشاط الشركة، وفي حالة الاختلاف يتم اللجوء لغرفة أخلاقيات محافظي الحسابات لتحديد هذه الأتعاب.

ويبدو واضحا من خلال التحليل السابق حرص المشرع الفرنسي على تحديد واجبات محافظ الحسابات بكل دقة زيادة إلى التطرق إلى ماله من حقوق ، بينما اكتفى المشرع الجزائري بتكليفه بمهام عامة وهي إطلاع كل من الجمعية العامة ولجنة تنظيم

---

(1) ***Juris Classeur*** **,***Michel Jeantin*.op. Cit.

عمليات البورصة و مراقبتها على المخالفات والأخطاء التي قد يكتشفها من دون تحديد لأشكال أو آجال ذلك ، مع ترك المجال لمجلس الإدارة في اختياره وتعيينه معتمدا في ذلك على نزاهة هذا الأخير بعدم رضوخه للسلطة التي عينته.

الفرع الثالث:

المسؤولية القانونية لمحافظ الحسابات

نظرا لأهمية الدور الذي يلعبه محافظ الحسابات داخل الشركات بوجه عام،وشركات الاستثمار بوجه خاص، فقد حرص المشرع على تحديد المسؤوليات القانونية التي يتعين عليه تحملها في حال حدوث أي إخلال أو تقصير في أدائه لوظيفته، حيث يعد محافظو الحسابات بموجب المادة 45من الأمر 91-08 مسؤولين تجاه الشركة أو اتجاه الغير عن الأخطاء التي يرتكبونها أثناء تأدية مهامهم ،ويتحملون بالتضامن الأضرار الناجمة عن مخالفتهم للقانون،ولا يتبرؤون من مسؤولياتهم فيما يخص المخالفات التي لم يشتركوا فيها إلا إذا برهنوا على أنهم قاموا بالمتطلبات العادية لمهمتهم و أنهم أعلنوا وأدانوا هذه المخالفات في مجلس الإدارة وان لم تتم معالجة ذلك بصفة ملائمة في الجمعية العامة الأقرب انعقادا بعد إعلامهم بذلك،على انه يعتبر إلزام محافظ الحسابات بإدانة المخالفات التي تصل إلى علمه لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالنسبة لشركات الاستثمار يعتبر أمر ايجابي أكثر نظرا للدور الذي تلعبه في حماية المساهمين.

ويمكن أن يترتب على محافظ الحسابات -بالإضافة إلى ما سبق بيانه- المسؤولية الانضباطية تجاه المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين و محافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين المنصوص عليها بموجب الأمر 91-08 عن كل مخالفة أو تقصير في القواعد المهنية،كما لا تؤدي استقالته إلى تخلصه من التزاماته القانونية،وعليه في جميع الأحوال أن يحترم إشعارا مسبقا مدته ثلاثة أشهر قبل تقديمه لهذه الاستقالة مع تقديمه تقريرا عن

المراقبات والإثباتات الحاصلة ،ولا يمكن أن يكون سبب الاستقالة الرغبة في التخلص من التزاماته القانونية[1].

كما وقد كرس المشرع الفرنسي المكانة الهامة لمحافظ الحسابات داخل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ،وهو ما اتضح من خلال النص على عقوبات جزائية بموجب المادة 46من قانون 1988ضد مسيري هيئات التوظيف الجماعي الذين لا يسعون لتعيين محافظ حسابات للشركة أو الذين يضعون عوائق أثناء أدائه لمهامه،وهي ذات المادة التي تنص على عقوبات جزائية ضد محافظي الحسابات حيث تنص بأن يعاقب بالحبس من سنة إلى 5 سنوات،وغرامة من 10000 الى 120000 فرنك أو إحدى هاتين العقوبتين كل محافظ حسابات يقوم بتقديم أو تأكيد معلومات كاذبة حول وضعية الشركة،أو لم يبلغ وكيل الجمهورية عن الأفعال التدليسية التي تصل إلى علمه،كما تقوم مسؤوليته المدنية وفقا للقواعد العامة،و مسؤوليته التأديبية وفقا لما تقتضيه قواعد أخلاقيات المهنة[1].

وفي ختام هذا المبحث المتعلق بالهياكل الإدارية لشركة الاستثمار نستنتج أن المشرع الجزائري قد احتفظ بأغلب القواعد العامة المتعلقة بشركات المساهمة ليطبقها على هياكل شركات الاستثمار، مغفلا بذلك خصوصية هذه الشركة من ناحية الغرض وعدم ثبات رأس المال، لاسيما احتفاظه بإمكانية وجود مجلس مديرين داخل هذه الأخيرة وتغاضيه عن دعم دور جمعيات المساهمين في إدارة الشركة وعدم تنظيمه للكثير من المهام المنوطة لهذه الجمعيات خاصة غير العادية منها، إنتهاءً بمهام محافظ الحسابات الغير واضحة، وكذا عدم إستقلاليته عن مجلس الإدارة من ناحية التعيين مما يؤدي إلى عدم الشفافية في أدائه لمهامه، وعليه فعلى المشرع الجزائري أن يكون أكثر دقة وصرامة في تنظيمه للأجهزة الإدارية لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير، حتى يوفر أكثر ثقة ومردودية ممكنة لصغار المدخرين من جهة ويجعل هذه الشركات تلعب دورها على أكمل وجه فيما يخص الإقتصاد الوطني.

---

[1] المواد45،46،53 من الامر91-08.

[1] ***Encyclopedie Dalloz,****P.Bezard*.op.cit.p12 , ***et*** *J.Monegeret T.Granier* op.cit.p18.

خاتمـــة الفصل الأول:

من خلال هذا الفصل الأول، ومحاولة منا للإجابة عن الإشكالية المتعلقة بمدى أهمية هذه الشركات في الإقتصاديات الحديثة، فقد تبين لنا من خلال المبحث الأول أن شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير تعتبر أحد أهم هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التي تدعم الاستثمار في البورصة، هذا الاستثمار الذي يمارس من طرف متخصصين مما يساهم في استقرار هذه الأخيرة زيادة على تنشيطها، هذه السوق المالية التي يجزم الاقتصاديون على استحالة الاستغناء عنها في ظل الأنظمة الرأسمالية.

إلا أن هذه الشركات من الناحية القانونية لا تخرج عن كونها شركة مساهمة، ونلاحظ أن المساهم فيها هو عبارة عن مدخر أكثر مما هو شريك بمعنى مدلول الكلمة بحيث يساهم مساهمة فعالة في إدارة هذه الشركة، مما يتطلب تشديد الحماية القانونية لصالح هؤلاء المدخرين في مواجهة المسيطرين على الإدارة وهذا دعما للثقة والمردودية الواجب توفرهما في شركة الاستثمار، وعليه فقد سن المشرع الجزائري قواعد خاصة بهذه الأخيرة فيما يخص تأسيسها أو إدارتها، بما يكرس خصوصيتها القانونية بالنظر لباقي شركات المساهمة، محاولة منه لتحقيق أكبر حماية ممكنة للمساهمين من ناحية، وتقرير رقابة الدولة على هذه الشركات المؤثرة على الاقتصاد الوطني من ناحية أخرى.

وعلى هذا الأساس فقد جاء تأسيس شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير يتم بأسلوب اللجوء العلني للإدخار وجوبا، وهذا حتى تتمكن هذه الشركات من جلب أكبر فئة ممكنة من الجمهور للتعامل في البورصة، وهو التأسيس الذي يتسم بطول الإجراءات وتعقيدها وهي إجراءات تهدف في مجملها لضمان جدية مشروع الشركة وعدم السماح بالتلاعب الذي قد يحصل من طرف المؤسسين والذين قد ينجحون في تجميع مبالغ ضخمة من المكتتبين، كما أن إدارة هذه الشركة تزيد من الضمانات الممنوحة للمدخرين في هذا النوع من التوظيفات، والتي تتضح من خلالها وجود رقابة حكومية صارمة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة عن طريق وسيطها المتمثل في محافظ الحسابات، إلا أن هذه الضمانات تبقى ناقصة من وجهة نظرنا مما يتطلب المزيد من العناية بهذه

المسألة من طرف المشرع الجزائري على غرار باقي التشريعات المقارنة والرائدة في هذا المجال.

وعليه يمكننا القول من خلال هذا الفصل أن شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير هي بنيان قانوني خاص، يختلف عن باقي شركات المساهمة في العديد من النواحي المتعلقة بالتأسيس والإدارة، وهو الأمر الذي يتكرس أكثر في خلال حياتها القانونية فيما يخص تغير رأس مالها وتسييرها المالي بوجه عام، وهو ما سيكون محل دراستنا في فصلٍ ثانٍ.

الفصل الثاني

الضوابط القانونية للنشاط المالي لشركة الاستثمار و الرقابة الواردة عليه

الفصل الثاني:

الضوابط القانونية للنشاط المالي لشركة الاستثمار و الرقابة الواردة عليه

نقصد بالنشاط المالي في هذا الإطار التسيير المالي لشركة الاستثمار بعد تأسيسها قانونيا كشركة مساهمة مكتملة الكيان و الهياكل وهو ما كان موضوع دراستنا من خلال الفصل الأول من هذا البحث، هذا التسيير الذي من خلال استقرائنا لنصوص كل من التشريع الجزائري و المقارن، لاحظنا أنه يشتمل على عنصرين أساسيين جديرين بالدراسة القانونية المستفيضة، وهما رأس مال الشركة ذي الطبيعة المتغيرة خلافا للأصل العام لا سيما بالنسبة لشركات الأموال التي يعد رأس مالها الضمان العام الوحيد للدائنين ، و تخصص هذه الشركة في غرض حصري و وحيد و المتمثل في تسيير حافظة قيم منقولة، و هو التخصص الذي كان السبب الرئيسي في نشوء قانون خاص و متميز بشركات الاستثمار، و عليه كان تسيير هذه المحفظة بدوره موضوعا لقواعد قانونية صارمة تهدف للوصول إلى تحقيق الغاية المرجوة من تأسيس مثل هذا الاستثمار .

بناء على ما تقدم، قسمنا دراسة الفصل الثاني إلى ثلاثة مباحث، خصصنا أولها لدراسة طبيعة رأس مال الشركة بالإضافة إلى تشكيلة رأس المال ذاته الذي يتميز هو الآخر بعدة استثناءات، كما تناولنا من خلال المبحث الثاني الضوابط القانونية لتكوين و تسيير حافظة القيم المنقولة حتى لا تحيد عن هذا الغرض إلى أغراض أخرى تضطلع بها مؤسسات قانونية أخرى، هذا بالإضافة إلى المبحث الثالث الذي تطرقنا فيه إلى الآليات الرقابية الصارمة المفروضة على نشاط هذه الشركات، وهي رقابة خارجية غير تلك

المفروضة من خلال هياكل الشركة و التي قد تنتج عنها عقوبات مختلفة كانت بـــدورها موضوع دراستنا في هذا المبحث.

المبحث الأول:

طبيعـــة رأس المـــال و تشكيلتـــه

إن الخاصية الأساسية لشركات الاستثمار في التشريع الجزائري تتمثل في كونهـا ذات رأس مال متغير بالضرورة، و يقصد بذلك أنه رأس المال قابل للتغيير بقوة القانون وفي كل وقت بالزيادة أو بالتخفيض دون الحاجة إلى تعديل النظـام الأساسـي أو اتخـاذ إجراءات الشهر التي يفرضها القانون، بحيث لا يحد من هذه الخاصية إلا الوصول إلـى الحد الأدنى القانوني أو حدوث ظروف طارئة ،وهو ما يتطلب منا التطرق بالدراسة إلـى موضوع كيفيات تغير رأس المال زيادة و نقصانا، و حدود هذا التغيير، ثم الانتقال فـي مطلب ثان لدراسة الصكوك التي تطرحها شركة الاستثمار و التي يتشكل منها رأس المال مع عرض الإشكاليات القانونية التي تثور بالنسبة لهذه الشركات.

المطلب الأول:

قابلية رأس المال للتغير وحدود هذا التغيير.

يكون رأس مال شركة الاستثمار على خلاف الأصل قابلا دائمـا للتغييـر سـواء بالزيادة التي تنتج عن الاكتتابات الجديدة للشركاء الجدد أو بـالخفض الـذي يقـع إثـر الانسحاب الكلي أو الجزئي لبعض المساهمين القدامى دون الحاجة لاستصدار قرار مـن الجمعية العامة غير العادية أو عناء المرور بالبورصة و التعـرض لمخـاطر تقلبـات الأسعار فيها، وهي الخصوصية التي تضعها في مقابلة شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت التي يخضع تغير رأسمالها لإجراءات أكثر تعقيدا.

ويجب أن يكون رأس المال قابلا للزيادة و التخفيض على حد سواء، بحيث لا تعتبر الشركة ذات رأس مال متغير إذا نص نظامها على جواز الزيادة فقط أو على جواز الخفض فقط[1] وهو ما تؤكده المادة 10 من الأمر 96 – 08 بنصها: " يمكن لأي شخص طبيعي أو معنوي[2] أن يشارك في رأس مال الشركة بشراء أسهم جديدة وله الحق في إعادة شراء الشركة أسهما في حوزته" وهو نفس ما نصت عليه المادة 03 من نفس الأمر، ورغبة منا في إلقاء المزيد من الضوء على مسألة رأس المال، فقد قمنا بتقسيم هذا المطلب إلى فرعين، نتناول في أولهما كيفيات تغير رأس المال، ثم نتطرق في الفرع الثاني للحدود القانونية التي تقيد هذا التغيير.

الفرع الأول:

تغيـــر رأس المال .

يعتبر رأس مال الشركات بوجه عام و شركات الأموال بوجه خاص الضمان العام للدائنين الذي يعتمدون عليه في تحصيل مستحقاتهم من هذه الشخصية المعنوية ذات الذمة المالية المستقلة، و عليه فإن مبدأ قابلية رأس مال هذه الشركات للتغير يشــكل عنصـــرا يدعو للقلق من طرف المتعاملين مع هذه الأخيرة، هذه المسألة دفعت بعدد من التشريعات إلى عدم اعتماد هذا المبدأ و الاحتفاظ بقاعدة ثبات رأس المـــال ومـــن بينهـــا المشـــرع الجزائري الذي يعطي فقط للجمعية العامة غير العادية الاختصاص باتخاذ قرار زيادة أو إنقاص مبلغ رأس المال بناء على تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المديرين بموجب المواد من691 إلى 693 من المرسوم 93-08 ، وهو ما حذا حذوه كل من المشرع المصري في قانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 الذي تمسك فيه بصفة مطلقة بمبــدأ ثبـــات

---

[1] إلياس ناصيف، الكامل في قانون التجارة (الجزء 02) مرجع سابق ص .205.

[2] قد يرجع تفسير تركيز المشرع على النص أن شخص المساهم قد يكون شخص طبيعي أو معنوي إلى ان جل شركات الاستثمار العالمية قد تم تأسيسها من طرف أشخاص معنوية هي غالبا بنوك أعمال أو شركات تأمين على الحياة و غيرها من المؤسسات ذات الطابع المالي

رأس مال الشركة و كذلك كان الأمر بالنسبة لقانون التجارة الأردني[3] ، بينما كان توجه غالبية التشريعات نحو التخلي عن قاعدة الثبات، و التأسيس لقواعد قانونية تحكم مسألة قابلية رأس مال الشركات للتغير إذا تم النص على ذلك في نظام الشركة الأساسي ،أبرزها قانون التجارة اللبناني في مواده من 238 إلى 246 و قانون التجارة السوري في مادتيه 322 و 323 و نظام الشركات السعودي في بابه الثامن في مواده من 181 إلى **188** [1] ، بالإضافة إلى القانون التجاري الفرنسي في المواد من 238 مكرر 1 إلى مكرر 8[2] وكل من التشريع الأمريكي و البلجيكي[3] وغيرهما من التشريعات المقارنة. إلا أن مسألة قابلية رأس المال للتغير رجعت لتطرح بشدة بالنسبة لشركات الاستثمار لا سيما إذا تعلق الأمر بالتشريع الجزائري، حيث تعتبر هذه الأخيرة و بحكم القانون ذات رأس مال متغير كما هو الحال بالنسبة لجل القوانين المقارنة التي تقوم بتنظيم أحكام شركات الاستثمار، الأمر الذي استدعى منا توضيح الضوابط القانونية لهذا التغيير من خلال تقسيمه إلى ثلاثة عناصر أولهما التغير الإيجابي عن طريق الزيادة و ثانيهما التغير السلبي والمتمثل في النقصان و أخيرا كيفيات تحديد القيمة التصفوية للسهم.

1- التغير الإيجابي لرأس المال (الزيادة):

لكي تأخذ الشركة وصف الشركة ذات رأس المال المتغير يتطلب الأمر مجموعة نشاطات حول رأسمالها، وهو ما أكدته المادة 3 من الأمر 96 – 08 بالنسبة لشركة الاستثمار بنصها : " تصدر أسهم الشركة و يعاد شراؤها في كل وقت، بناء على طلب أي مكتتب أو مساهم بقيمة تصفوية تضاف إليها أو تخصم منها نفقات و عمولات حسب الحالة ..." وعليه تعتبر شركات الاستثمار في التشريع الجزائري هي الوحيدة المعترف لها برأس المال المتغير و بحكم القانون، وهو ما يتماشى مع ما تتوجه إليه

[3]راجع التفاصيل في : فوزي محمد سامي ، شرح القانون التجاري – مرجع سابق ص 09 .

[1] فوزي محمد سامي شرح القانون التجاري – مرجع سابق ص 8

و أميرة صدقي ، الشركات ذات رأس المال المتغير – مرجع سابق – ص 94 .

[2] ***Encyclopedie Dalloz***, marié –Héline Monserie Bon Op –Cit P02

[3] شرح القانون التجاري ، فوزي محمد سامي – مرجع سابق ص 09 .

التشريعات الأوروبيـــــة و لاسيما التشريع الفرنسي من خلال القانون رقم 81 – 62 الصادر في 30 ديسمبر 1981 المتعلق بتنسيق قانون الشركات الفرنسي مع التعليمة الثانية الصادرة عن مجلس المجموعة الأوروبية لسنة 1976 حيث نصت المادة 231-2 ق/ت فرنسي على عدم جواز تغير رأس مال الشركات المساهمة، هذه المادة لا تنطبق فقط على شركات الاستثمار التي هي بالضرورة ذات رأس مال متغير و في ذات الوقت تأخذ شكل شركة مساهمة[1].

و يعتبر تغير رأس المال في جانبه الإيجابي عن طريق الزيادة عنصرا مهما لتأخذ الشركة وصف الشركة ذات رأس المال المتغير، وهو ما يتضح من خلال أداة الربط "و" الواردة بالمادة 3 السالفة الذكر " تصدر أسهم الشركة **و** يعاد شراؤها في كل وقت ..." وهو ما أكده اجتهاد قضائي فرنسي قديم بأنه لا يجوز اعتبار الشركة ذات رأس مال متغير إذا نص نظامها فقط على تغير رأس المال بانسحاب بعض الشركاء فقط[2].

وتتم زيادة رأس المال إما عن طريق دفعات جديدة من طرف شركاء قدامى أو انضمام شركاء جدد، وفي هذا الإطار تنص المادة 5 فقرة 1 من الأمر 96-08 : " لا تتضمن الأسهم التي تصدرها الشركة حق أفضلية الاكتتاب في زيادات رأس المال " و بالتالي يقف كل من المساهمين القدامى و الجدد على قدم المساواة من حيث أحقيتهم في اكتساب الأسهم الجديدة المطروحة، و إن كان بعض الاقتصاديين وعلى رأسهم الدكتور عبد الغفار حنفي[3] يعتبرون في حالة تسعير أسهم الشركة في البورصة، فإن لزيادة رأس المال تأثير كبير من الناحية العملية على القيمة السوقية للسهم إذا كان سعر الإصدار للسهم الجديد أقل من سعر البورصة يوم الإصدار، وهو الأمر الذي يحدث غالبا و يؤدي بالتبعية إلى تخفيض سعر السهم، مما يعني أن المساهمين القدامى سيتحملون خسارة إضافية في هذه الحالة، لذا يجب حمايتهم عن طريق حق أولوية الاكتتاب داخل الشركة، إلا أن هذا التحليل الاقتصادي يبدو أنه لا يحظى بالأولوية لدى المشرعين بقدر ما تحظى

---

(1) ***Encyclopedie Dalloz,****M.Helene Monserie- Bon* .Op-Cit P 12
(2) CALYON , 12 janvier 1872 , S .1873 ***Encyclopedie Dalloz****, Marie –Héline Monserie Bon* .Op-Cit P4
(3) عبد الغفار حنفي ، الإستثمار في الأوراق المالية مرجع سابق – ص 303

به أولوية جلب أكبر قدر ممكن من الجمهور نحو التعامل في البورصة لتنشيط الاقتصاد القومي .

وقد أعطت المادة 3 من الأمر السالف الذكر في فقرتها الثانية للجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة صلاحية تحديد بموجب لائحة دورية إصدار هذه الأسهم وفقا لمقتضيات السوق، وهو ذات الأمر المعمول به في فرنسا، إذ تخضع عملية إصدار أسهم جديدة للحصول على تصريح من لجنة عمليات البورصة و تدخل ضمن سقف محدد من طرف وزير الاقتصاد بعد استشارة هذه الأخيرة، وهو ما يحقق رقابة قبلية على هذه الشركات[1].

غير أن هذا الإجراء لا يهدف إلى عرقلة زيادة رأس المال بل إلى تفادي اضطراب البورصة نتيجة لعدم التوازن بين عرض الأسهم مع الطلب، حيث تقتضي الاعتبارات الاقتصادية السليمة عدم دفع كميات ضخمة من الأسهم الجديدة مرة واحدة إلى البورصة حتى لا تنخفض أسعار الأسهم انخفاضا شديدا يؤثر على السير الحسن لهذه الأخيرة، كما تجدر الإشارة إلى أن الأسهم الجديدة المطروحة قد تكون في مقابل حصص عينية، و في هذا الإطار يقع على عاتق محافظ الحسابات تحديد سعرها تحت مسئوليته وهو التقدير الذي يخضع للمناقشة أمام لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (المادة 44 من الأمر 96-08-) .

و نحن بصدد دراسة موضوع زيادة رأس المال عن طريق دفعات جديدة من طرف شركاء قدامى أو جدد، ينبغي أن نميز بين هذه العملية والدفعات التي يقدمها الشركاء ليكتمل رأس المال المدفوع Capital Libéré لأنه يعتبر جزءا من رأس المال الأصلي وليس زيادة في رأس المال[2]، كما يلاحظ أن قابلية رأس المال للتغير يختلف في جوهره عن قابلية الأسهم للتداول باعتبار أن حق المساهم في التنازل عن أسهمه من الحقوق الأساسية التي لا يجوز المساس بها و هي من أهم خصائص السهم ذاته، وحرمان المساهم من هذا الحق يفقد الشركة صفتها كشركة مساهمة لتصبح شبيهة بشركات

---

(1) ***Juris Classeur***,,*Michel Jeantin*.op.cit

(2) ***Encyclopedie Dalloz*** ;*Marie –héline Monserie* –Bon op cit P5

الأشخاص، وفي هذه الحالة فإن التغير لا يطرأ على مبلغ رأس المال و إنما يظل ثابتا، ويطرأ التغيير فقط على الأشخاص المالكين لهذه الأسهم، بينما تكون أمام رأس مال متغير إذا كان دخول الشركاء الجدد بدون إخراج نظرائهم من الشركاء القدامى أو خروج شركاء قدامى بدون إدخال بدلاء لهم من الشركاء الجدد مما يؤدي إلى عدم ثبات رأس المال .

2 - التغيير السلبي لرأس المال (النقصان):

يعتبر نقصان رأس المال الوجه السلبي لتغير رأس المال، وهو يشكل مسألة حساسة لأنه يؤدي إلى إضعاف الضمان العام للدائنين، لذلك سعى المشرع للحد منه عن طريق اشتراط حد أدنى لا يجوز النزول عنه من مبلغ رأس المال، وقد يفسر نقصان رأس المال بأنه بدوره يأخذ وجهين: فيتم إما بالانسحاب الطوعي للشريك أو عن طريق إقصائه من قبل

الشركة[1]. فالشريك له الحق في أن ينسحب من الشركة ذات رأس المال المتغير في الوقت الذي يراه مناسبا و متماشيا مع مصالحه، وقد يكون كاملا بحيث يسترد حصته كاملة أو جزئيا بحيث يسترد فقط جزءا منها، و في هذا الإطار فقد نصت المادة 231-6 ق/ت فرنسي بأنه يمكن لكل شريك الخروج من الشركة متى وجد ذلك مناسبا، إلا إذا وجدت اتفاقات مخالفة لذلك، هذه الاتفاقات التي قد تتمثل في بعض الشروط المدرجة في النظام الداخلي للشركة كاشتراط شكل معين لممارسة هذا الحق أو اشتراط مهلة إخطار بذلك للشركة ،إلا أن الاجتهاد القضائي الفرنسي اعتبر أن أي شرط يؤدي إلى إلغاء مثل هذا الحق يعد باطلا لمنافاته للنظام العام[2]، كان يشترط في نظام الشركة أن يكون رأس مالها مساويا في أي وقت لأعلى رقم وصل إليه منذ تأسيسها ،مما يؤدي إلى استحالة تغير رأس المال في جانبه السلبي.

ومن ناحية أخرى و حسب المادة 231-6 فقرة 2 ق/ت فرنسي فإنه يمكن للجمعية العمومية بالأغلبية المنصوص عليها في نظام الشركة أن تقرر رحيل واحد أو أكثر من

---

(1) ***Encyclopedie Dalloz*** , *Marie-Héline Monserie –Bon* Op-cit P7

(2) La chamber civil de la coure de cassation du 08juin 1939 ***,Encyclopedie Dalloz-*** *H.Monserie-bon*-op-cit;P07

الشركاء عن الشركة، و هو أمر يقابل حق الشريك في الانسحاب الطوعي و يفسر بالسير الحسن للشـــركة و ضرورة توفر قدر من الثقة و حسن النية بين الشركاء ،غير أن هذه المسالة تبقى محل نقاش بالنسبة للمشرع الجزائري الذي لم يتعرض لتنظيم أحكام الشركات ذات رأس المال المتغير، زيادة على نص المادة 3 من الأمر 96-08 التي تركز على أن أسهم الشركة تصدر و يعاد شراؤها في أي وقت بناء على طلب أي مكتتب أو مساهم، مما يعني أن مسألة إقصاء المساهم من الشركة غير مطروحة على اعتبار أنها غير قائمة على طلبه، و يعتبر توجه المشرع هذا من وجهة نظرنا توجه سليم و يجد مبرراته في أن شركة المساهمة باعتبارها شركة أموال ليست من الشركات التي يعطى فيها لشخص الشريك تلك الأهمية القانونية التي تبيح استبعاده لانعدام الثقة في شخصه، وبالتالي يستحسن تفادي التعسف الذي قد يحصل من إجازة مسألة الإقصاء، و هو التوجه الذي يميل إليه الاجتهاد القضائي الفرنسي الذي سعى لتضييق و تحديد شروط و حالات إقصاء الشريك بدقة زيادة على تقريره للسلطة الرقابية للقضاء في جميع هذه الأحوال، إلا أن الأمر يحتاج إلى المزيد من التفصيل فيما يتعلق بوقت الانسحاب الطوعي و شروطه وذلك بإجازة تنظيم أحكام الانسحاب في النظام الداخلي للشركة زيادة على إمكانية الاشتراط على الشريك المنسحب شرط عدم المنافسة خلال فترة معينة في ذات المجال المالي الذي تنشط فيه الشـــركة، و تتضح لنا هذه الأهمية إذا أخذنا بعين الاعتبار أن أهم المساهمين في شركة الاستثمار هم في الغالب مؤسسات مالية و بنوك قد تلجأ للانسحاب من الشركة لتقوم بمنافستها في مشاريع أخرى، وهو الشرط الذي كفله الاجتهاد القضائي الفرنسي لكافة الشركات ذات رأس المال المتغير[1].

و يترتب على خروج المساهم من الشركة حسب المادة 231 – 1 ق/ت فرنسي حقه في استرجاع الحصة المقدمة لفائدة الشركة، إلا أن استرجاع هذه الحصة من الناحية العملية مسالة في غاية التعقيد، حيث أن المساهم لا يمكنه الاستعادة الكلية لمبلغ أسهمه نظرا لتحمله جملة من المصاريف أهمها مصاريف الانضمام للشركة، والتي تعتبر

---

(1) CA Paris , 2 Mars 1926 Journ , Soc , 1926 , 44 ***Encyclopedie Dalloz***, Marie –Héline Monserie Bon , op.Cit p 8

كضريبة يتحملها لدخوله إلى هذا النادي، وعليه تكون معادلة دخول المساهم إلى شركة الاستثمار بدفع القيمة التصفوية مضافا إليها رسم الدخول ومصاريف الخروج من الشركة والتي تبرر بأسباب تسويقية و ليس ماليـــة وعادة ما تكون أكثر ارتفاعا من رسم الدخول لعدم تحفيز المساهمين على التفكير السريع فيه، و عليه يحصل المنسحب على قيمة السهم التصفوية مخصوما منها رسم الخروج بالإضافة إلى مصاريف التسيير(1) ، و تطرح في هذا الإطار كذلك إشكالية مدى إمكانية استرجاع الشريك المنسحب لحقه من احتياطي الشركة ، إلا أن هذا التساؤل لا يطرح بالنسبة للتشريع الجزائري الذي أستوجب توزيع الأرباح على المساهمين في شركة الاستثمار من خلال الفقرة 5 من المادة 5 من الأمر 96-08 وكذلك المادة 9 من نفس الأمر .

3- تحديد القيمة التصفوية:

على خلاف الأصل العام فإن أسهم شركات ذات رأس المال المتغير تقوم بقيمتها التصفوية بدلا عن قيمتها في السوق المالية، وهو ما نصت عليه المادة 3 من الأمر 96-08 ": تصدر أسهم الشركة و يعاد شراؤها ... بقيمة تصفوية تضاف إليها أو تخصم منها عمولات حسب الحالة "، وقد أحالت نفس المادة في فقرتها الثالثة مسألة توضيح كيفيات تحديد القيمة التصفوية إلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، والتي أجمعت حولها الآراء بأنها تنتج عن قسمة ناتج صافي نشاط الشركة le montant de l'actif net على عدد الأسهم المتداولة لحظة انسحاب المساهم منها أو انضمامه إليها(2) و لذلك فعلى الشركة أن تكون دائما مستعدة لمواجهة الطلب الفوري بالاسترداد ، إذ أن الانسحاب في هذه الحالة يعد تصفية جزئية للشركة خاصة و أن التجربة العملية أكدت أن رأس مال الشركة يتغير يوميا و بالتالي فإن الناتج الصافي يحسب يوميا .

و لأن القيمة التصفوية تعتبر المرجعية لتحديد سعر الشراء و طرح الأسهم أو الحصص، لذلك فقد كانت موضوع مجموعة قواعد محددة وضعتها لجنة عمليات

---

(1) ***Connaitre les SICAV*** ; *Jean Marc larbodiére* , Op-cit P33 et 34
(2) ***Juris Classeur*** *; Michel Jeantin,* op. cit.

البورصة في فرنسا، و عليه فقد نصت المادة 20 من التنظيم رقم 89-02 الصادر عن اللجنة بأن قواعد التقييم تسري على كافة أنواع هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، ويعرف التنظيم في المادة 24 القيمة التصفوية كما سبق و أشرنا بأنها حاصل قسمة النشاط الصافي للشركة على عدد الأسهم، وعلى هذه الهيئات تحديد هذه القيمة بصفة دائمة، وتضيف المادة 08 من ذات التنظيم بأن أول قيمة تصفوية يتم إحتسابها عند تأسيس رأس المال الأولي المنصوص عليه قانونا[1].

ويرى بعض المختصين – في هذا الصدد[2] أن تقييم السهم بقيمته التصفوية يشكل خطرا على مشروع الشركة إذا كانت قيمته السوقية منهارة، و لذلك يستحسن من الناحية الاقتصادية أن تلجأ هذه الشركات إلى تسعير أسهمها في بورصة القيم المنقولة، التي تفرض ضوابط صارمة على شركات الاستثمار بشأن الفرق بين التسعيرة و القيمة التصفوية للسهم، وهو ما أباحه المشرع الجزائري بالمادة 4 من الأمر 96-08 و التي تنص : " يمكن قبول أسهم (ش إ ر م م) ضمن تسعيرة بورصة القيم المنقولة حسب الشروط التي تحددهـــــا (ل ت م.ع.ب) " وهي ذات الإمكانية التي نص عليها المشرع الفرنسي في قانون 23 ديسمبر 1988 و التي وضحها المرسوم 89-624 الصادر في 06 سبتمبر 1989 في مادته الأولى التي تنص على إمكانية أن تكون أسهم شركة الاستثمار موضوع تسعيرة من طرف مجلس بورصة القيم المنقولة شريطة أن تتفادى هذه الهيئات اختلاف تسعيرة هذه الأسهم عن القيمة التصفوية بأكثر من 1.5 بالمائة، بالإضافة للأهمية الاقتصادية التي ترجع على الشركة اثر اللجوء إلى تسعير أسهمها في البورصة، فإن هذه التسعيرة تكمن أهميتها أيضا في أنها تعطي صورة واضحة للمدخرين حول القيمة السوقية لأسهم هذه الهيئات التي تتضح من خلال قانون العرض والطلب وذلك بدل الخوض في الحصول على معلومات جد متخصصة تمر عبر عدة وسطاء، وما يؤدي إليه ذلك من ضياع في الجهد و المال و الوقت في آن واحد[3].

---

(1) ***Encyclopedie Dalloz***, *pierre Bizard* op-cit P1.

(2) ***Juris Classeur*** ; *Michel jeantin* Op-

و البورصات ،عبد الغفار حنفي،المكتب العربي الحديث،ص307

(3) ***Encyclopedie Dalloz***,*P.Bezard*.op-cit.P20

وفي ختام هذا الفرع، يبدو واضحا أن تغير رأس المال شركات الاستثمار هو الميزة الأساسية لهذه الشركات، و يعتبر مساسا بالأصل العام وهو مبدأ ثبات رأس المال ومايشكله من ضمانة هامة للمكتبتين، وكذا القواعد المنظمة لتعديل رأس مال الشركات بصفة عامة وشركات المساهمة على وجه الخصوص من حيث وجوب صدور قرار من الجمعية العامة الغير عادية ووجوب اتخاذ إجراءات الشهر اللازمة،و عليه فقد راح جانب كبير من الفقه القانوني إلى أنه من غير المتصور أن يكون للشركة الحق في تغير رأسمالها بالمعنى الواسع للتعبير، و القاعدة أن حقها في هذا الخصوص لا يمكن أن يكون مطلقا و بدون أية ضوابط حيث يجب أن يحدد النظام الداخلي نطاق هذا التغيير، وهو ما كرسه المشرع المصري في القانون رقم 146 لسنة 1988 حيث تنص المادة السادسة منه على وجوب أن يحدد نظام الشركة الحد الأقصى للأموال التي يمكن أن تتلقاها الشركة من الجمهور وهو الذي حددته المادة 11 من اللائحة التنفيذية للقـــــــــانون بالا يتجاوز في جميع الأحوال عشرة أمثال رأس المال المصدر[1].

و في خصوص تحديد رأس مال الشركات ذات رأس المال التغير عامة ينبغي التمييز بدقة بين رأس مال الشركة النظامي Cap Statutaire و هو عبارة عن مجموع قيمة الحصص التي يتعهد الشركاء بأداء قيمتها للشركة كما أنه يمثل لدى الاقتصاديين الحد الأعلى لإصدار الأسهم أو ما جرى التعبير عنه بسقف إصدار الأسهم Plafond d'émission ورأس مال الشركة الفعلي Cap effective وهو الذي يطابق في الواقع رأس مال الشركة خلال مدة حياتها و الذي يكون بدوره موضوع تغير رأس المال، ونظرا لكون المشرع يشترط ان يكون راس مال شركات الاستثمار مكتتبا فيـــــــــه و مدفوعا بالكامل فإن رأسمالها يكون دائما بالضرورة رأس مال فعلي، ولذا فلابد من تحديد رقم سقف إصدار الأسهم في النظام الداخلي للشركة عوضا عن رأس المال النظامي، هذا لأن تغير راس المال في الواقع يقع بين حدين، الحد الأدنى للإصدار و الذي يمثله الحد الأدنى القانوني أو النظامي، و الحد الأعلى الذي يرخص به نظام الشركة، غير أن هذا التحليل يبقى مجرد

---

[1] شرح القانون التجاري،فوزي محمد سامي-مرجع سابق-ص404.

رأي فقهي لا يلقى انعكاسا له في التشريع الجزائري، و لذا فإن مسألة الأخذ به تعود للاجتهاد القضائي فيما يتعلق بهذه المسائل .

الفرع الثاني:

القيود القانونية التي تحد من قابلية رأس المال للتغير.

إن قابلية رأس مال شركة الإستثمار للتغير و بحكم القانون لا يعني أن هذا التغير مطلق و دائم و بدون أية قيود، حيث انه ورغبة في حماية الغير المتعامل مع الشركة فقد حدد المشرع مجموعة من القيود ينبغي مراعاتها من طرف المسيرين وهي على التوالي:

1- وجوب إحترام الحد الأدنى القانوني:

على عكس الحد الأعلى للإصدار فقد حرص المشرع الجزائري على غرار غيره من التشريعات على تحديد الحد الأدنى لإعادة شراء الأسهم، نظرا لأن الحد الأدنى لرأس مال الشركة ذات رأس المال المتغير يكتسي أهمية خاصة باعتبار أن هذا الرقم يعتبر الضمان الحقيقي الذي يعتمد عليه الدائنون و المدخرون على حد سواء ، و بهذا الصدد فقد نصت المادة 12 من الأمر 96- 08 " يجب على (ش إ ر م م) تعليق إعادة شراء الأسهم عندما يبلغ رأسمالها نصف المبلغ الأدنى المحدد وفقا للكيفيات المنصوص عليها في المادة 8 من هذا الأمر"، هاته الأخيرة التي تحيل إلى المرسوم التنفيذي رقم 96 – 474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 الذي يحدد المبلغ الأدنى لرأس مال لشركة الاستثمار بخمسة ملايين دج ، و بالتالي فإن الحد الأدنى القانوني الذي تعلق فيه عملية إعادة شراء الأسهم هو مليونين و خمسمائة ألف دج ، وفي حال عدم تعليق إعادة شراء الأسهـم و نزول رأس مال الشركة عن الحد الأدنى القانوني فإن المادة 594 ق/ت الجزائري في الفقرة الثالثة تنص على وجوب تصحيح هذه الوضعية في خلال سنة، وإذا لم يتم ذلك جاز لكل معني بالأمر المطالبة قضائيا بحل الشركة بعد إنذار ممثليها بتسوية الوضعية ، و تنقضي الدعوى بزوال سبب الحل في اليوم الذي تبث فيه المحكمة في الموضوع إبتدائيا [1]، إلا انه من الناحية العملية بالنسبة لشركة الاستثمار، فان لرقابة

---

[1] البورصات ،عبد الغفار حنفي،المكتب العربي الحديث،ص307.

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها عليها بجعل من مسالة وجوب تصحيحها للوضعية ملحة أكثر، نظرا لإمكانية تقرير عقوبات من طرف هذه الأخيرة على الشركة تصل إلى حد سحب الإعتماد.

ويرجع جانب من الفقه وجوب وضع حد أدنى قانوني مرتفع نسبيا للتنازل عن الأسهم حتى لا يؤدي ذلك إلى الإضرار بالقوى المالية للشركة وبحقوق المكتتبين[1]، و هي الضرورة التي راعاها المشرع الفرنسي بأن فرض حدا أدنى مرتفع لشركات الاستثمار من خلال القانون 89- 624 الصادر في سبتمبر 1989 في المادة السابعة منه، والتي تنص على انه لا يمكن أن يقل رأس مال الشركة عن خمسين"50" مليون فرنك فرنسي مدفوعا بالكامل[2] ، زيادة على المادة 231 – 2 ق/ت فرنسي التي تنص بالنسبة للشركات ذات رأس المال المتغير، و في جميع الأحوال لا يجوز أن يتم تخفيض رأس المال إلى أقل من عشر المبلغ الكلي له ، وهو شرط مهم جدا نظرا لضخامة رأس المال الذي تصل إليه شركات الاستثمار، ولذا فنحن ندعو إلى أن يدرج المشرع الجزائري بدوره مثل هذا الشرط ضمن قانون شركات الاستثمار، خاصة و أن الحد الأدنى المحدد يعد ضئيلا جدا بالمقارنة لما قد تجمعه هذه الشركات من مدخرات .

ومع ذلك فليس هناك ما يمنع الشركة من أن تحدد حد أدنى لرأسمالها بما يجاوز الحد الأدنى القانوني و ذلك بإدراجه ضمن قانونها الأساسي، أما إذا لم يحدد المؤسسون حد أدنى نظامي لرأس المال دل ذلك على إعتمادهم على الحد الأدنى القانوني، و عند النص في القانون الأساسي للشركة على حد أدنى يقل عن الحد الأدنى القانوني فإن غالبية الفقه[3] إتجه نحو بطلان هذا الشرط و الأخذ بالحد الأدنى القانوني مع بقاء عقد الشركة، وهذا إستنادا إلى وجوب إحترام القاعدة القانونية التي تقضي بعدم جواز الحكم بالبطلان بغير نص، و تماشيا مع الاتجاه التشريعي الحديث من حيث التقليل من حالات البطلان وحصرها في أضيق الحدود حفاظا على المراكز القانونية، إلا أنه الملاحظ عمليا من

[1] **Juris Classeur**,*Michel Jeatin.op.ct.*
[2] *Capital social , Sabine dana demaret* **, *encyclopedie dalloz*** *2° edition I (2001) p 8 .*
[3] ***Encyclopedie dalloz***’ *Marie Hélene Monserie - Bon . op . cit . P6*
و الشركات ذات رأس المال المتغير ، أميرة صدقي ، مرجع سابق ص

خلال التشريعات المتعلقة بشركات الاستثمار إستبعاد وجود مثل هذه الحالة لخضوع قوانينها الأساسية لرقابة لجنة عمليات البورصة، مما يعني خلو هذه الأخيرة من مثل هذا الشرط غير القانوني في حالة إعتمادها.

2 – حدوث ظروف طارئة أو وجود مصلحة للمساهمين:

حيث يتم تعليق عملية إعادة الشراء و إصدار الأسهم، و يتم ذلك بقرار تصدره الشركة لوجود ظروف استثنائية أو استجابة لمصالح المساهمين، و هو ما أقرته المادة 11 فقرة 1 من الأمر 96 – 08 بنصها: " يمكن للجمعية العامة في (ش إ ر م م) أن توكل مجلس الإدارة أو مجلس المديرين من أجل تعليق عملية إعادة شراء الأسهم الموجودة و كذلك إصدار أسهم جديدة عندما تقتضي ذلك ظروف استثنائية أو عندما تتطلب مصلحة المساهمين ".

وتبقى مسألة الظروف الاستثنائية و مصلحة المساهمين بحاجة إلى المزيد من التفسير، والتي يرى بشأنها الأستاذ Michel Jeantin [(1)] بأنها تتعلق بصفة خاصة بحالة استحالة أو تعذر تحديد القيمة التصفوية للسهم بحيث تكون حكمة منع صدور أسهم وشراؤها في هذه الحالة هو تفادي طرح أسهم دون أن يكون لها أي قيمة حقيقية ، وتبقى في رأينا على وجه العموم، مسألة تحديد المفاهيم القانونية ومن بينها مفهوم الظروف الاستثنائية ومصالح المساهمين ليست من أولويات المشرع بقدر ما هي منوطة بالاجتهادات الفقهية و القضائيـــة والتي تختلف بإختلاف الظروف و الملابسات .

وفي جميع الأحوال فإن تعليق إعادة الشراء وإصدار الأسهم عملية مؤقتة بظرف معين وليست دائمة، وهي خاضعة لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها حسب ما ورد بالفقرة الثانية من المادة 11 التي تنص: " و في هذه الحالة يطلع مجلس الإدارة أو مجلس المديرين فورا (ل.ت.م.ع ب) على قرار الشركة " و هو نفس ما كرسه النظام الفرنسي من خلال المادة 37 من التنظيم 89 – 02 الصادر عن لجنة عمليات البورصة، و التي تعطي للجنة سلطة الرقابة على قرار وقف طرح و إعادة شراء الأسهم الذي تقرره

---

(1) ***Juris classeur** , Michel Jeantin .op.cit*

الشركة لظروف طارئة، و هو ما يجعل – من الناحية النظرية – إمكانية تعطيل تغير رأس مال الشركة تستند إلى أسباب موضوعية مسببة، وليس مجرد أغراض خاصة للمسيرين .

و بالإضافة إلى القيدين السابقين الذين يحدان من إمكانية تغير رأس المال والذين ينص عليهم المشرع الجزائري ،فان المشرع الفرنسي قد أضاف حالة ثالثة يتم من خلالها إيقاف عملية تغير رأس المال بالنسبة لشركات الاستثمار وهي تلك المنصوص عليها بالمادة 22 من قانون 1979 والتي تتعلق بإيقاف عملية الإصدار وإعادة الشراء من تاريخ إشهار دعوة الجمعية العامة غير العادية للنظر في قرار حل الشركة ، وهذا حماية للمساهمين من أي تلاعب بحقوقهم، كما أن الفقه[1] قد إعتبر أن عملية إعادة شراء الأسهم والتي يترتب عنها نقصان رأس المال هي خاضعة في جميع الأحوال للقيود العامة المنصوص عليها في القانون المدني بأن يكون هذا الإنسحاب بحسن النية و في الوقت المناسب، وإن كانت هذه المسألة تبقى محل جدل فقهي حاد، بالإضافة إلى أن المشرع الجزائري قد صرح بتطبيق أحكام القانون التجاري على وجه التحديد على شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى الأمر 96 – 08.

المطلب الثاني:

الأوراق المالية التي تطرحها الشركة.

تتمثل الأوراق أو الصكوك المالية التي تطرحها شركات المساهمة عموما في مجموعة القيم المنقولة التي تصدرها و التي تتشكل من تراكم مبالغها إجمالي رأس المال، و قد نص المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 33 من المرسوم 93 –08 المعدل و المتمم للقانون التجاري بأنه " يمكن لشركات المساهمة أن تصدر ما يأتي:

1- سندات كتمثيل لرأسمالها.

---

[1] الشركات ذات رأس المال المتغير ، أميرة صدقي – مرجع سابق – ص من 39 إلى 41.

2- سندات كتمثيل لرسوم الديون على ذمتها.

3- سندات تعطي الحق في منح سندات أخرى تمثل حصة معينة لرأس مال الشركة عن طريق التحويل أو التسديد أو أي إجراء آخر " وعليه فإن هذه الأوراق هي بصفة أساسية تتمثل في الأسهم، و السندات، وشهادات الإستثمار و شهادات الحق في التصويت، و سنركز من خلال دراستنا لهذا الموضوع على أهم الإشكالات التي تثور حين يتعلق الأمر بطرح شركات الاستثمار تحديدا لمثل هذه الأوراق ، محيلين لمزيد من التفاصيل حولها إلى القواعد العامة المتعلقة بشركات المساهمة.

الفرع الأول:

الأسهـــــــــم.

لقد عرف المشرع الجزائري السهم من خلال المادة 715 مكرر 40 ق/تجاري على أنه "...سند قابل للتداول ، تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها " و قد سعى الفقه القانوني[1] لوضع العديد من التعريفات للأسهم، يمكن أن نجملها من خلال تعريفها بأنها عبارة عن صكوك تتضمن أنصبة متساوية القيمة تمثل الحصص النقدية أو العينية التي يقدمها الشركاء للشركة، وهي إما أن تكون صكوكا إسمية أو إذنية أو لحاملها قابلة للتداول، وتمنح للمساهم حق الإشتراك في الإدارة و الأرباح وإقتسام موجودات الشركة عند التصفية .

من خلال التعريف السابق تتضح لنا أهم خاصية قانونية للسهم وهي قابليته للتداول، وهي بدورها من أهم خصائص شركات المساهمة بحيث تكون أسهمها قابلة للتداول بالطرق التجارية عن طريق التسليم أو التظهير، و هذا لأن مصلحة الشركة تتحقق في

---

[1] من بينهم : القانون التجاري ، حسني المصري ،- مرجع سابق – ص 227.
الشركات التجارية . نادية محمد عوض – مرجع سابق – ص 219.
شرح القانون التجاري ، فوزي محمد سامي – مرجع سابق – ص 53.

إمكانية تداول الأسهم حتى يقبل الناس على شرائها، و في ذلك تعزيز لائتمان الشركة وازدهارها، لذلك فإن خاصية التداول كانت الدافع الرئيسي الذي جعل أغلب التشريعات تلزم شركات الاستثمار بإتخاذ شكل شركة المساهمة، حيث أن السهم فيها غالبا ما يكون من الضآلة بحيث يساعد على جلب جمهور صغار المدخرين لتوجيه مدخراتهم نحو التعامل في البورصة و هو الغرض الحصري لشركات الاستثمار، ومن ناحية أخرى فإن التداول و رأس المال المفتوح يؤديان إلى جلب جمهور أكبر وتجميع رؤوس أموال ضخمة تعطيها إمكانية واسعة لتحقيق الغرض الذي أسست من أجله، وتكون مسؤولية المساهم عن مخاطر الخسارة محدودة بقدر قيمة أسهمه في رأس المال، وهنا يتضح جليا غياب الاعتبار الشخصي للشريك، و يبرز بوضوح الاعتبار المالي ممثلا برأس مال الشركة ، كما نلاحظ أن المساهم يأخذ صفة المدخر أكثر مما هو شريك بمعنى مدلول الكلمة بحيث يساهم مساهمة فعالة في إدارة الشركة و هو ما يفسر لنا حرص المشرعين على تشديد الرقابة الحكومية على شركات المساهمة بوجه عام، و على شركات الاستثمار نظرا للجمهور الأكبر من المكتتبين الذي تحصل عليه بسبب رأسمالها المفتوح، وهذا حماية لمصالح صغار المدخرين في مواجهة أصحاب إدارة الشركة .

غير أنه و إن كانت مسألة طرح شركة الاستثمار للأسهم العادية مسألة محسومة، إلا أن الإشكال يثور إذا تعلق الأمر بإمكانية طرحها لأسهم ممتازة بغرض تحفيز المزيد من المكتتبين على الانضمام للشركة لاسيما و أن رأس مالها قابل للتغير إيجابيا، مما يجعل الدافع لطرح هذه الأسهم بصفة خاصة هي الأسباب التسويقية ذاتها ، و تكمن المشكلة في أن هذه الأسهم تمنح لأصحابها بعض الامتيازات التي تجعلهم يتفوقون على أصحاب الأسهم العادية، و هي امتيازات تتمثل أساسا في أولوية الحصول على الأرباح و استرجاع الحصص أثناء التصفيـــة وهو ما يعني عنصر مضاربة بالنسبة للمردودية والقيمة التصفوية للأسهم العادية خاصة و أنه خلافا للأصل العام ليس لهم أولوية الإكتتاب في زيادات رأس المال ، وهو ما يعطي الأسهم الممتازة أهمية ملحوظة في حالة الزيادة وخطورة بالغة في حالة الانخفاض، و هي تشكل مع السندات بحسب التعبير الأنجلو

سكسوني "Leverage factor" أي رأس المال العام لأصحاب الأولويات[1]، وهو ما يتناقض مع ضرورة توفر أكبر قدر ممكن من الأمن و المردودية للمدخرين أثناء التسيير، إلا أن هذه المسألة تعتبر مجرد رأي فقهي لم يلق إنعكاسا تشريعيا واضحا ، مما يجعل من الإجتهاد القضائي في هذا الإطار أمرا في غاية الأهمية .

الفرع الثاني:

السندات.

لقد أباح المشرع التجاري الجزائري لشركات المساهمة إصدار نوعين من السندات و هي قد تكون سندات مساهمة، والتي عرفها من خلال المادة 715 مكرر 74 بأنها "... سندات دين تتكون أجرتها من جزء ثابت يتضمنه العقد، و جزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها و تقوم على القيمة الاسمية للسند "،وقد تكون هذه السندات سندات استحقاق، وهي بحسب المادة 715مكرر84 سندات قابلة للتداول ،تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية، وهي سندات لا يسمح بإصدارها إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة،والفرق بينها وبين سندات المساهمة في أن هذه الأخيرة لا تكون قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة، أو بمبادرة منها بعد انقضاء اجل لا يقل عن 5سنوات ،بينما تكون سندات الاستحقاق مقترنة بشروط أو بنود التسديد أو الاستهلاك عند حلول الأجل أو عن طريق السحب، ويمكن لنا أن نعرفها إجمالا[1] بأنها صكوك لها قيمة إسمية تصدرها الشركة كوسيلة من وسائل الاقتراض عن طريق طرح القرض للاكتتاب العام، و يحصل كل مكتتب في هذا القرض على عدد من السندات يمثل المبلغ الذي إكتتب به، وتلتزم الشركة بدفع فائدة غالبا ما تكون سنوية، يكون جزءا منها ثابتا سواء حقق إستثمار مبلغ القرض لدى الشركة ربحا أو خسارة، وجزءا متغيرا يرتبط بالأرباح الرأسمالية الناتجة عن هذا الإستثمار، بالإضافة إلى إلتزام الشركة

---

[1] ***les sociétés d'investissement*** , *senn* .op.cit p 82

[1] راجع بهذا الشأن : القانون التجاري ، حسين المصري – مرجع سابق – ص 245.

برد القيمة الإسمية للسند في نهاية مدة القرض وهي سندات قابلة للتداول العام حسب المادة 715 مكرر 75 ق/ت جزائري.

غير أن المشرع الفرنسي في هذا الإطار كان قد منع شركات الإستثمار من طرح السندات نظرا لأن هذه الأخيرة تجعل المساهمين العاديين في مركز مضاربة أمام أصحاب السندات باعتبارهم أصحاب أولويات في رأس المال و الأرباح، و هو ما أيده كل من الفقه القانونـــي والاقتصادي[1]، وهو كذلك ما يدفع للتساؤل حول سكوت المشرع الفرنسي عن منع صدور الأسهم الممتازة من طرف شركات الإستثمار و الذي يعد أمرا منطقيا لوحدة العلة بينهما،بينما راح المشرع المصري إلى العكس من ذلك بان منع شركة الاستثمار من إصدار الأسهم الممتازة واسهم حصص التأسيس،في حين سكت عن إمكانية طرح السندات[2].

والملاحظ أن كلا من التشريع الإنجليزي والأمريكي يعتبران طرح السندات و الأسهم الممتازة وسيلة جد هامة للتمويل وانجاح سياسة شركات الاستثمار [3] ،حيث أثبتت التجربة العملية أن سياسة طرح السندات ذات العائد الثابت كانت من أهم العوامل التي أدت إلى نجاح شركات الاستثمار البريطانية على وجه الخصوص ،وهي ذات التجربة التي أثبتت أنه كلما زاد أصحاب الأولويات كلما زاد المردود بالنسبة للأسهم العادية في الوضع الغالب، ذلك أن الاستثمارات ذات المخاطر والمتمثلة في الأسهم العادية تكون عوائدها أعلى من تلك

الأقل مخاطرة[3]، إلا أنه من ناحية أخرى والمتعلقة بتحديد قيمة السهم التصفوية، فإنه كلما زاد أصحاب الأولويات داخل الشركة كلما كانت القيمة عرضة للتقلبات، و تظهر هذه الخطورة بصفة خاصة أثناء مرحلة الانخفاض في الاقتصاديات العامة حيث تكون الأولوية لأصحاب الأسهم الممتـــازة والسندات في الحصول على الفوائد والأرباح مما

---

(1) أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال ، منير إبراهيم هندي – مرجع سابق – ص11

***Et les sociétés D'investissement,* senn** .op.cit .p 81

(2) موسوعة الشركات التجارية،عبد الحميد الشواربي-مرجع سابق-ص894.

(3) ***les sociétés d'investissement** , senn* .op.cit .p82 , 83

(3) الاستثمار في الأوراق المالية ، عبد الغفار حنفي – مرجع سابق – ص 115.

يشكل مضاربة حقيقية من طرفهم، و بالتالي يكون على أصحاب الأسهم العادية العبء الأكبر في تحمل تبعات انخفاض المردودية، و هنا يتضح طابع المجازفة الذي تكتسيه شركات الاستثمار الأمريكية و البريطانية ،إلا أنه و بعد الأزمة الاقتصادية العالمية ما بين 1929 / 1931 ظهرت عيوب الاعتماد المطلق لأصحاب الأولويات داخل شركات الاستثمار الأمريكية، الأمر الذي دفع بالمشرع الأمريكي من خلال قانون شركات الاستثمار الصادر عام 1940 إلى فرض مجموعة من القيود على هذه الشركات من أهمها:

1- إلزامية تغطية النشاط بنسبة 300% في حالة طرح السندات200% عند طرح الأسهم الممتازة.

2- تغطية النشاط السالف الذكر لا يجوز تخفيضه بالأرباح الموزعة على المساهمين[1].

و لعل الأزمة الإقتصادية العالمية كانت من بين الأسباب التي دفعت المشرع الفرنسي ليكون أكثر تحفظا و منعه إصدار القيم ذات العائد الثابت، بالإضافة إلى الدافع السياسي والذي يتمثل في رغبة الحكومة آنذاك في جعل شركات الاستثمار " جمعيات لتراكم رأس المال القومي "كما عبرت عن ذلك لجنة الادخار الفرنسية سنة 1930، الأمر الذي أضفى صفة " رب الأسرة المثالي " le bon père de la famille على شركات الاستثمار الفرنسية، و هو ما جعل الكثير من النقاد يعتبرون ذلك حرمانا لهذه الشركات من وسيلة جد هامة للتمويل وهو الاستثمار طويل الأمد بالنسبة للأسهم الممتازة و متوسط الأجل بالنسبة للسندات، بالإضافة إلى إمكانية ما يمنح طرح السندات من طرف شركات الاستثمار من تنشيط لسوق السندات، و هو الأمر الذي لا يمنع من وضع بعض القيود، على غرار التشريع الأمريكي كتحديد نسبة معينة من إجمالي رأس المال لطرح السندات وهو ما يشكل مضاربة معقولة بالنسبة لأصحاب الأسهم العادية.

إلا أنه من وجهة نظرنا، و إن كانت مسألة إعتماد أصحاب الأولويات في شركات الاستثمار يعد أمرا مقبولا بالنسبة للدول ذات الإقتصاديات المستقرة، فإن الأمر بالنسبة للدول النامية مضطربة الاقتصاد يحتاج إلى صرامة أكثر، ولذا فإن سكوت المشرع

---

[1] ***les sociétés d'investissement*** *, senn* .op.cit .p87

الجزائري فيما يتعلق بطرح السندات أو الأسهم الممتازة من طرف شركات الاستثمار يعتبر تبن منه لليبيرالية الأنجلوأمريكية على إطلاقها، وهو ما لا يعكسه واقع سوق المال الجزائرية ، مما يعني الضعف الشديد في عنصري الثقـــة والمرودية الواجب توافرهما في شركة الاستثمار لتشجيع الادخار العام .

الفرع الثالث:

شهادات الاستثمار و شهادات الحق في التصويت.

يحق لشركات المساهمة عموما إصدار شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت بمناسبة زيادة رأس المال أو تجزئة الأسهم الموجودة، وتعتبر الحقوق المتضمنة في كل من هاتين الشهادتين هي إجمالي الحقوق التي يمكن أن يشتمل عليها السهم، حيث تمثل شهادات الاستثمار والتي تكون قيمتها مساوية للقيمة التصفوية لسهم الشركة المصدرة الحقوق المالية لهذا الأخير، بالإضافة إلى كونها قابلة للتداول، أما شهادات الحق في التصويت فتمثل الحقوق الأخرى غير تلك المالية المرتبطة بالسهم، و يتعلق الأمر في هذا الإطار بالحق في المشاركة بالإدارة، و يرجع القرار بإصدار هذه الشهادات إلى الجمعية العامة للشركة بناء على تقرير من مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة و بناء على تقرير محافظ الحسابات فيما يخص شركات الاستثمار وفي حدود ربع رأس المال، و لا يعتبر إصدار شهادات الحق في التصويت إجباريا إلى جانب شهادات الاستثمار بحسب نص الفقرة 2 من المادة 715 مكرر 66 ق/ت والتي يجب أن تكون مساوية لعدد شهادات الاستثمار في حال وجودها وهي توزع بين حاملي الأسهم وحاملي شهادات الحق في التصويت[1].

ويعتبر إصدار شركات الاستثمار لشهادات الاستثمار خيارا يصب في مصلحة أصحاب الأسهم المسيطرين على الإدارة، حيث يعتبر إنضمام مساهمين جدد بموجب

---

[1] راجع المواد من 715 مكرر 61 إلى 66 ق/ت جزائري .

رأس المال المفتوح يحمل خطر تحولهم إلى أغلبية تستبعد و تطرد المسيرين ذاتهم من مواقعهم، ولهذا أعتمدت عدة تقنيات من الممكن أن تضمن البقاء لهؤلاء المسيرين من خلال المساحة المتروكة لحرية التعاقد في شركات المساهمة خصوصا فيما يتعلق منها بأساليب التسيير، حيث أنه و أمام إباحة المشرع إمكانية أن يكون للسهم أكثر من صـــوت[1] فغالبا ما ينص في النظام الداخلي للشركة على ذات الحق في التصويت المضاعف، أو حصول المؤسسين على شهادات الحق في التصويت والتي تكون من صالحهم كمساهمين أوفياء لديهم أقدمية معينة في الشركة مما يسمح بالإحتفاظ بالأغلبية رغم إنضمام شركاء جدد، والتي تقابلها شهادات الاستثمار Les certificats d'investissement والتي تطرح للاكتتاب العام بما تمثله من حق مالي متعلق بالسهم[2]، إلا أن هذه التقنيات تعتبر منتقدة جدا لجعلها سلطات الجمعية العامة على مجلس الإدارة مجرد سلطات نظرية، و تلغي النظام الديمقراطي الذي يفترض أن تقوم عليه شركات المساهمة.

و قد راح المشرع المصري إلى أبعد من مجرد جعل طرح شهادات الاستثمار مسألة خيار إلى إعتبارها أمرا إجباريا بالنسبة لشركات الاستثمار، حيث نصت المادة 6 من القانون رقم 146 لسنة 1988 [3] على أن تصدر الشركة لقاء الأموال التي تطرحها للجمهور صكوك إستثمار تخول مالكيها المشاركة في الأرباح والخسائر دون المشاركة في الإدارة، و يتقاضون نصيبهم من ناتج التصفية قبل حملة الأسهم و هم المؤسسون، و هو ما يدفعنا للتساؤل حول جدوى وجود جمعية عامة للشركة أمام إنعدام حملة الأسهم من الجمهور.

و في ختام هذا المبحث تتضح لنا مختلف الضوابط القانونية لتغير رأس مال شركات الاستثمار و الذي يعد خروجا عن الأصل العام، بالإضافة إلى ابراز مختلف الأوراق

---

(1) حيث تنص المادة 684 ق/ت على أن يكون لكل سهم صوت على الأقل.

(2) *le droit des sociétés* , ***Jacques Delga*** , ***édion dalloz*** *(1998) p187.*

(3) شرح القانون التجاري ، فوزي محمد سامي – مرجع سابق – ص404.

المالية التي قد يتشكل منها إجمالي رأس مال الشركة، والإشكاليات التي تطرح بخصوصها إذا ما تعلق الأمر بشركات الاستثمار المتخصصة في تكوين و تسيير حافظة القيم المنقولة، هذه الأخيرة التي تشكل بدورها موضوعا لدراستنا في المبحث التالي.

المبحث الثاني:

الظوا بط ا لقانونية لتكوين و تسيير حافظة القيم المنقولة

يعتبر من بين أهم خصائص شركات الاستثمار غرضها الحصري المتمثل في تكوين و تسيير حافظة قيم منقولة، ولهذا كان من المنطقي أن تكون لهذا الغرض الحصري أهمية قانونية من نوع خاص، و هو ما كرسته أغلب القوانين المقارنة عن طريق سنها لأحكام قانونية دقيقة يجب احترامها من طرف هذه الشركات في ممارستها لنشاطها خلال مدة حياتها، و هذا على خلاف المشرع الجزائري الذي لم يعط للموضوع أهميته الكافية، وهو ما سيتبين لنا من خلال المبحث الذي آثرنا معالجته في مطلبين، خصصنا أولهما لدراسة التشكيلة التي يجب أن تكون عليها المحفظة التي تديرها شركة الاستثمار، وتطرقنا في مطلب ثاني لأهم المتطلبات القانونية لاسيما الشكلية منها التي يجب على الشركة احترامها و هي بصدد إدارة المحفظة .

المطلب الأول:

تشكيلة محفظة الأوراق المالية .

تتحدد أهمية شركة الاستثمار بتسيير محفظة قيم منقولة، و تتمثل هذه القيم في تلك المنصوص عليها بموجب المادة 715 مكرر 30 ق/ تجاري التي تحيل إليها المادة 33

من الأمر 08/96 و هي " سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة، وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، و تمنح حقوق مماثلة حسب الصنف، وتسمح بالدخول بصورة مباشرة أو غير مباشرة في حصة معينة من رأس مال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها " فمن خلال هذه المادة يتبين أن القيم المنقولة تتمثل أساسا في الأسهم و السندات[1]، يضاف إليها سندات أو أذونات الخزينة[2].

و تلتزم هذه الشركات في إطار اختيارها لهذه القيم التي تشكل حافظتها بإلتزام مبدأ تقسيم و تحديد الأخطار، و هو المبدأ الذي ظهرت أهميته بصفة خاصة من خلال التجربة الأمريكية إثر الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة [3] 1929 وهذا لمنع تحول شركة الاستثمار إلى شركة تمويل أو شركة قابضة، و يتأتى ذلك بإقرار شرطين قانونيين و هو أن تكون هذه التشكيلة متنوعة من جهة ، و حذرة من جهة أخرى .

الفرع الأول:

تشكيلة متنوعة.

تاريخيا عند بداية ظهور هذه الشركات، لم تعرف التشريعات المقارنة قاعدة تقسيم الأخطار، و تم ترك المجال لحرية المسيرين، ولكن بعد الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 1929 ظهرت كوارث عيوب التسيير التي ارتكبها مسيرو شركات الاستثمار في ظل عدم وجود ضوابط، وعليه، ولمنح الثقة للمدخرين، سعت أغلب التشريعات لوضع أحكام قانونية صارمة تتعلق بتنويع تشكيلة المحفظة، إلا أن ذلك لم يمنع من ظهور شركات

---

[1] راجع تعريف كل من السهم و السند في المبحث السابق

[2] و هي عبارة عن سندات حكومية تصدر عن البنك المركزي ، لا يزيد تاريخ إستحقاقها في الغالب عن سنة ، و عادة تباع هذه السندات بخصم جزء من قيمتها أي بسعر أقل من قيمتها الاسمية ، و في تاريخ الاستحقاق تلزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة عليها مقدار الفائدة التي سيحصل عليها المستثمر في هذه السندات ، و إذا أراد المالك التخلص منها قبل موعد إستحقاقها فإنه يمكن بيعها بسهولة لأنها تعتبر من أكثر أصول السوق النقدي ضمان و سيولة ، صناديق الاستثمار ، أحمد بن حسن ب، أحمد الحسيني – مرجع سابق – ص 14

[3] *L es sociétés D'investissement*,***J.P.Senn.***op.cit.p93.

استثمار متخصصة في مجال معين من مجالات الاستثمار، وهو ما سيتبين لنا من خلال العنصرين التاليين:

1- الأحكام القانونية لتنويع تشكيلة المحفظة:

يقصد بالتنويع تجميع عدة صكوك ذات خصائص مختلفة في محفظة الأوراق المالية مع عدم الاقتصار على نوع معين منها، أخذا بالمقولة السائدة " لا نحتاج إلى حكمة كبيرة لنفهم لم لا نضع البيض كله في سلة واحدة "، ذلك لأن الخسارة التي قد تلحق بنوع معين من الصكوك تغطيها أرباح الصكوك الأخرى[1]، و هو ما أشار إليه المشرع الجزائري في المادة 40 من الأمر 08/96 التي تنص : "يجب أن تستجيب سياسة التوظيف الخاصة بشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير ....في جميع الحالات لمصالح المساهمين ...." ، و اكتفى من خلال المادة 41 من نفس الأمر الإحالة على لائحة -لم تصدر بعد- من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها تحدد قواعد الحذر و التسيير الواجب إتباعها .

ومبدأ تقسيم الأخطار يحمل عدة مفاهيم، فقد يكون هذا التقسيم قانونيا و يقصد به أن يتم تنويع التشكيلة على كل مجالات الإنتاج و التنويع حتى داخل كل نوع من أنواع هذه المجالات على عدد من المؤسسات، كما قد يكون التقسيم جغرافيا و هو تنويع التشكيلة من أسهم و سندات من مختلف القارات و البلدان و حتى في المحافظات الاقتصادية داخل الدولة الواحدة[2]، و التقسيم الاقتصادي الذي يعني تشكيل توظيفات من قيم منقولة ذات عائد ثابت والمتمثلة في السندات، و أخرى ذات عائد متغير والمتمثلة في الأسهم بغرض ضمان قدر معين من الأرباح[3]، و هي تصنيفات متداخلة في بعضها البعض، حيث أن التوزيع الحقيقي للمخاطر يعني أساسا توزيع الاستثمارات على أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية المتنوعة تنوعا جغرافيا ونوعيا، بحيث تشمل المحفظة عددا كبيرا من الأسهم و السندات لشركات مختلفة صناعية و تجارية، و سواء كانت أسهم عادية أو ممتازة، كما لا يقتصر الأمر على الأوراق المحلية بل يتعداها للأجنبية خاصة

---

(1) دور البنوك التجارية...،سعيد سيف النصر-مرجع سابق-ص101.

(2) *les sociétés d'investissement , senn* . op , cit p94.

(3) الاستثمار في الأوراق المالية ، عبد الغفار حنفي – مرجع سابق – ص 155 .

و دور البنوك التجارية ، سعيد سيف النصر – مرجع سابق – ص 104

وأن أسواق المال في الدول الأقل تقدما – و من بينها الجزائر – لا تمنح خيارات كبيرة لتقسيم الأخطار.

وقد كان المشرع الأمريكي هو أول من سعى لوضع ضوابط صارمة فيما يتعلق بقاعدة التنويع من خلال قانون شركات الاستثمار الصادر سنة 1940 و المعدل سنة 1970، وهذا تفاديا للنتائج الوخيمة المترتبة عن الأزمة الاقتصاديـــة العالمية لسنة 1929 في هذا المجال[1]، و التي أظهرت أهمية خاصة لسياسة التنويع ، و قد نص المشرع الأمريكي في هذا الإطار أن يتوافر في 75 % على الأقل من تشكيلة المحفظة شرطين أساسيين :

1- ألا يزيد الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها جهة معينة عن 5% من القيمة الكلية للتشكيلة التي تتضمنها المحفظة.

2- ألا يزيد الاستثمار في ورقة مالية معينة عن 10% من مجموع الإصدار في تلك الورقـــة[2].

و هي قواعد جرى تصديرها لاحقا إلى بريطانيا و منها إلى باقي دول أوروبا.

و بالرجوع للتشريع الفرنسي، فإننا نجده أكثر تحفظا من قرينه الأمريكي، حيث لا يمكن للنشاط أن يتجاوز 10 % من حجمه من شهادات الاكتتاب و السندات لأمر و القيم المنقولة غير المتداولة في السوق المنظمة (أي تلك غير المسعرة بالبورصة) و ذلك حسب المادة التاسعة من قانون 6 سبتمبر 1996 ، كما سعى التشريع الفرنسي من جهة أخرى إلى منع شركة الاستثمار من تملك نسبة معينة من رأسمال شركة أخرى بهدف الحيلولة دون سيطرتها على إدارة هذه الأخيرة و تتحول بذلك إلى شركة قابضة، ناهيك عما يؤدي

---

[1] الملاحظ أنه مع بداية ظهور شركات الاستثمار في الو.م.أ قد أعتمدت من قبل الحكومة لتشجيع الصادرات الأمريكية ، بحيث تطرح هذه الشركات أسهمها الخاصة داخل المجتمع الأمريكي و تعمل على توظيف رأسمالها في أسهم شركات أو هيئات حكومية أوروبية ، إلا أنها قد تعرضت للفشل بوضعها داخل هذا المفهوم نظرا لعدم وثوق الأمريكيين فيها ، و لم تعرف نجاحا معتبرا إلا بعد سنة 1926 بإتجاهها نحو سياسة تقسيم الأخطار و الإبتعاد عن أي أهداف سياسية أخرى

Les sociétés commerciales aux états – unis d'amerique , ***Huteert lepagneur*** , ***lilerairie dalloz*** *– paris (1951) p78.*

[2] صناديق الاستثمار ، منير إبراهيم هندي – مرجع سابق – ص 50.

إليه ذلك من تعريض المساهمين فيها إلى خطر كبير في حالة فشل مشروع هذه الشركة المسيطر عليها، و عليه وحسب المادة 25 من قانون 23 ديسمبر 1989 لا يمكن لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة أن تملك أكثر من 10 % من نفس نوعية القيمة المنقولة لنفس المصدر، و تشرح المادة 5 من المرسوم 623/89 الصادر في 6 سبتمبر 1989 أن المقصود بنفس نوعية القيمة المنقولة بمعنى القيم المنقولة المتضمنة لحق التصويت داخل الهيئات الإدارية للشركة المصدرة لها ، وكذلك القيم المنقولة المرتبة لحق دائنية عام على الذمة المالية لها[1] و ذلك رغبة في عدم تحول شركة الاستثمار إلى شركة قابضة، هذه الأخيرة التي لديها قوانينها الخاصة، ومن جهة أخرى إلا توظف اكثر من 5% من حجم نشاطها في قيمة منقولة واحدة لتحقيق التنوع اللازم داخل التشكيلة حتى لا تتسبب في اضطراب كبير في البورصة، و الملاحظ في هذا الإطار أن المشرع الفرنسي كان قد سعى سابقا بموجب قانون 1979 المتعلق بشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير إلى تسخير هذه الأخيرة إلى خدمة الأهداف الاقتصادية العامة للدولة على حساب سياسة التنويع، وبذلك فقد سمح لهذه الشركات باستثناء خاص بتملك ما يفوق عن 10% من أسهم وسندات مؤسسات معينة لا تجلب قدرا كبيرا من المخاطر للمساهمين مثل صندوق الدولة le fond d'état والمؤسسات المحددة بموجب مرسوم من وزير الاقتصاد، وهي سندات الجماعات المحلية ، سندات الشركة الوطنية للسكك الحديدية، كهرباء فرنسا ، غاز فرنسا .... و كلها مؤسسات تمثل مرفق عام[2]، و هو الأمر الذي تراجع عنه من خلال قوانين سنة 1989 .

وقد تعرضت نسبة 10 % التي وضعها المشرع الفرنسي كحد أقصى للمساهمـــات التي يمكن لشركة الاستثمار امتلاكها داخل منشأة ما لانتقادات شديدة، حيث اعتبرهـــا المراقبون بأنها لا تمنع هذه الأخيرة من الحصول على سلطات رقابية خاصة بامتلاك 10% من حقوق التصويت، فالنسبة تعتبر جد متحررة وبعيدة عن الصرامة المطلوبة ، كما أن المشرع الفرنسي قد اكتفى بتحديد نسب توزيع الأخطار فقط تاركا باقي

---

(1) ***Encyclopédie dalloz*** , *pierre Bezard* , op , cit P15 et 16.
(2) ***Juris classeur , Michel Jeantin*** , op, cit.

التوزيعات الاقتصادية والجغرافية لحرية المسيرين[1]، كما تنتقد الترستات الأمريكية بأنها تعتبر سياسة التنويع اللازمة أمر ثانوي جدا و تسعى للمجازفة في الكثير من الأحيان رغم التشريعات الولائية والفدرالية، و التي تبقى بدورها بعيدة عن أرض الواقع أمام ضخامة رأس المال الذي تملكه هذه الشركات[2].

وفي هذا الإطار يتضح لنا الإغفال التام لهذا الجانب من طرف المشرع الجزائري مما يعكس لنا عدم الجدية في إرساء قواعد متكاملة و واضحة لشركات الاستثمار، كما أنه وبإحالته من خلال المادة 41 من الأمر 08/96 فيما يخص قواعد الحذر والتسيير المطلوبة إلى لائحة تصدر من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها يعد أمر سلبي للغاية، حيث يؤدي إلى التحكم في نشاط شركات الاستثمار بمجرد إصدار لائحة بسيطة، وبالتالي ربط هذه الشركات بالسياسات الاقتصادية المتقلبة للحكومات المتعاقبة، مما قد ينعكس سلبا على هذه الشركات في تحقيق أهدافها وهو ما أثبتته مختلف التجارب بما في ذلك التجربتين الأمريكية والفرنسية.

2 - مبدأ تخصص شركات الاستثمار:

بإطلاعنا على تجارب الدول الليبرالية، نلاحظ أنه بالرغم من أن شركة الاستثمار متخصصة في إدارة حافظة قيم منقولة و رغم قاعدة التنويع المتطلبة و السابق الإشارة إليها، إلا أن هذا لا يمنع من ظهور شركات استثمار متخصصة في الإستثمار في أوراق مالية معينة ولمنشآت تعمل في صناعة معينة أو قطاع معين، يمكن حصر هذه التخصصات في ثلاث فئات كبرى تدخل ضمنها تشكيلة حافظة شركات الاستثمار المختلفة:

---

(1) ***J.P senn*** *. op . cit . P de 99 à 102.*

(2) ***H. lépargneur*** , op , cit P81.

أ – شركات الاستثمار النقدية Les SICAV monétaires:

وقد ظهرت في الو.م.أ لمواجهة خطر التضخم، و هي شركات تستثمر في أوراق مالية قصيرة الأجل لا تتعدى 6 أشهر والمتمثلة بصفة خاصة في سندات الخزينة، شهادات الودائع، صكوك مديونية تطرحها البنوك و غيرها، و هي شركات استثمار تتسم بتوفرها على سيولة كبيرة لمواجهة أخطار الإنسحاب منها، غير أنها في ذات الوقت تحقق أرباحا قليلة نظرا لتعاملها في صكوك مضمونة و قصيرة الأجل[1].

ب – شركات الاستثمار المتعاملة في السندات:

وهي شركات تحتوي محفظتها المالية على 90 % على الأقل من السندات، ونذكر أن السندات هي صكوك مديونية يتراوح أجلها بين 5 و 20 سنة و هي مسعرة بالبورصة وقابلة لإعادة البيع و في أي وقت، و هي شركات يسميها جانب من الفقه بشركات المردود أو المدخول SICAV de rendement [2] حيث تكون الأخطار غير محتملة، و من الممكن تحديد مدخول محدد لكل مكتتب عن كل سنة مالية، إلا أنها تبقى معرضة لأخطار التضخم في البلدان التي تعاني من إضطرابات اقتصادية.

ج - شركات الاستثمار المتعاملة في الأسهم:

كما هو واضح من تسميتها فهي شركات تستثمر على الأقل بنسبة 60 % من أسهم شركات المساهمة، و هي شركات قد تتخصص أكثر في مجالات ضيقة ، و في هذا الإطار يعتبر الشكل الأكثر كلاسيكية هو ذاك المسمى – الشركات المتوازنة - « Les SICAV balancées » وهو الشكل الأقدم حيث يضمن للمدخرين توظيفا أكثر ضمانا وأمنا في تسيير المحفظة بقيم مختلفة الأنواع، و تقسيم الأخطار هنا يكون واضحا جدا، وهي شركة درج الفقـه[3] على تسميتهـا " **برب الأســرة المثالي** "« Le bon père de la famille » و هذا لأنها تقوم على مبدأ تقسيم الأخطار إلى حد كبير جدا و الذي يترتب عنه

---

[1] *Connaître les SICAV* **, *Jean – Marc* larbodiéré** op, cit p 12.
[2] *Juris classeur* **, Michel Jeanti**n , op , cit.
[3] *Jclasseur* , **Michel Jeantin** , op , cit.

فوائد قليلة نتيجة لانعدام روح المجازفة ، كما قد تنشأ شركات استثمار تستثمر في أسهم شركات تنشط في مجال اقتصادي معين كشركات الإستثمار التي تتشكل محفظتها حصريا من أسهم و سندات تمثل نشاطات عقارية أو مرتبطة بنشاط عقاري و التي تدعى شركات الاستثمار الحجرية Les SICAV pierres كما أنه هناك نوع قليل التواجد و يتعلق الأمر بشركات استثمار تتشكل محفظتها حصريا من أسهم شركات استثمار أخرى، وهناك شركات استثمار تتخصص في شراء أسهم شركات تسير نحو الخوصصة على اعتبار أن سعر أسهمها غالبا ما يكون مغريا، كذلك هناك شركات تستثمر خصيصا في أسهم أسواق أجنبية قد تكون أكثر استقرا و نشاطا[1].

و يلاحظ أن شركات الاستثمار الأمريكية تتميز عن نظيرتها الأوروبية بتخصصها الأعمق، حيث يتخصص بعضها في شراء أسهم شركات ولاية معينة أو حتى مدينة معينة، أو قد تتخصص في واحد أو بعض قطاعات الصناعة أو التجارة خاصة البنوك، الطيران، التأمين، التبغ و المواد البتروكيماوية، و أغلب شركات الاستثمار الأمريكية تتخصص في تسيير الأسهم العادية، إلا أنه توجد بعض الشركات تتخصص في السندات و خاصة تلك التي تطرحها الدولة و الجماعات المحلية [2].

و قد جاء هذا التخصص المتزايد لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير كنوع من أنواع المنافسة لجلب أكبر عدد ممكن من المتعاملين و أكثر تنوعا، عن طريق استثمارها في محافظ مالية أكثر طموحا.

الفرع الثاني:

تشكيلة حذرة

إن مجرد تنويع التشكيلة لا يحقق الأمن للمدخرين،لذا وجب التركيز على المزيد من الأمور المتعلقة بالتسيير المالي للمحفظة، و هو الأمر الذي تم أخذه بعين الإعتبار إثر الأزمة الاقتصادية العالمية و المشاكل التي صاحبتها نتيجة لطابع المضاربة الذي ظهر

---

(1) ***J.M larbodiére*** , op , cit , p 20. 21.

(2) H. *lépargneu*r , op , cit p 80.

على تشكيلة محافظ شركات الاستثمار الأمريكية رغم تنوعها، ولذلك فقد ركز المشرع الفرنسي بالإضافة لتنويع التشكيلة على إلغاء الطابع التمويلي الذي قد تتخذه بعض التوظيفات حتى في ظل هذا التنويع، حيث لوحظ أن الشركات التي تكون حديثة النشأة تكون عرضة أكثر للتعثر والفشل نظرا للمنافسة التي قد تتعرض لها و كذلك الأخطاء التقنية في التسيير نظرا لقلة الخبرة، بالإضافة إلى استحالة الحصول على أرباح خلال فترة طويلة من الزمن و صعوبة التخلص من أسهم شركة جديدة[1].

وعلى هذا الأساس و حتى لا تجنح شركات الاستثمار إلى عمليات التمويل والمضاربة التي تضطلع بها بنوك الأعمال و التي تعرض المساهمين لأخطار غير متوقعة، حرم المشرع الفرنسي على شركات الاستثمار تأسيس شركات جديدة أو اكتساب صكوكها، وهي الشركات التي تقدر على الأقل ثلاث ميزانيات سنوية معتمدة من الجمعية العامة، أو اكتساب صكوك شركات تحت التصفية أو التي في حالة إفلاس، أو تملك عقارات غير تلك اللازمة لاستغلالها[2]، ذلك أن هذه العمليات المطبوعة بطابع التمويل و المضاربة تتجاوز الغرض الوحيد لشركة الاستثمار وهو إدارة محفظة قيم منقولة بسياسة توزيع الأخطار توزيعا نوعيا وكميا وجغرافيا، ويستثني من هذا الحكم تأسيس شركات الاستثمار فروعا لها، و عليه فهي تضطلع فقط بتأسيس شركات من نفس نوعها و غرضها .

وبالرجوع للمشرع الأمريكي و من خلال قانون 1940 المتعلق بشركات الاستثمار نجده يتيح المجال فيما نسبته 25 % من مجموع رأس مال شركة الاستثمار لإتباع سياسة تمويلية من طرف هذه الأخيرة بإعفائها من التنويع في هذا الجزء كما تبين لنا من خلال الفرع السابق، و عليه يمكن لهذه الشركات توجيه هذه الموارد التي تعتبر جد هامة بالنظر لحجم رأس مالها الضخم للاستثمار في رؤوس أموال لمنشآت صغيرة، بحيث توجه هذه النسبة بالكامل للاستثمار في شركة واحدة أو عدد محدود من الشركات[3]، و بالتالي يعتبر المشرع الأمريكي أكثر جرأة من نظيره الفرنسي، و قد جاراه في ذلك المشرع البريطاني

---

(1) J.p senn , op , cit , p 104.

(2) حسني المصري – الجوانب القانونية لاندماج شركات الاستثمار – مرجع سابق – ص 65 .

(3) منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار – مرجع سابق – ص 50.

بسماحه لشركات الاستثمار البريطانية بالاحتفاظ بمساحة هامة في محفظتها لأسهم الشركات المسماة Industrial Développement Compagnies المتخصصة في تمويل المؤسسات الجديدة و التي ليس لها انتشار في السوق(1)، و نعتقد أنه نظرا للظروف الراهنة للاقتصاد الجزائري ، يحتاج المشرع الوطني ليكون أكثر تحررا بدوره على غرار الدول الأنجلوسكسونية لتشجيعه على الاستثمار في مؤسسات صغيرة و جديدة لدفع العجلة الاقتصادية للأمام، زيادة على أن الكثير من المختصين قد وجهوا انتقادات للتشريعات التي تضيق على شركات الاستثمار،على اعتبار انه حتى مع وجود هذه الشروط لا يتم ضمان المستقبل المزهر لهذه الأخيرة نظرا لعدم ثبات الآلية الاقتصادية و تقلب أحوال السوق .

(1) *J.p senn, op,* cit P10*4.*

المطلب الثاني:
المتطلبات القانونية لتسيير المحفظة و الانعكاس الضريبي لاحترامها.

بالإضافة إلى الضرورات الاقتصادية التي أملت أن تكون تشكيلة شركة الاستثمار متماشية مع مبدأ تقسيم الأخطار، فقد أرست التشريعات متطلبات قانونية جد هامة لتسيير هذه التشكيلة حرصا على حماية المساهمين من التلاعبات التي قد تقع من طرف مسيري هذه المحفظة، ومن أهم هذه المتطلبات وجوب إشهار كل من التشكيلة والنتائج المترتبة عن تسيير المحفظة بالإضافة إلى وجوب توزيع نتائج و أرباح هذه الأخيرة.

ورغبة منا في استكمال إلقاء الضوء على مختلف جوانب التسيير المالي للمحفظة فقد قمنا بتخصيص فرع ثان خلال دراستنا لهذا المطلب للمعاملة الضريبية المتميزة لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، هذه المعاملة التي تعتبر انعكاسا لاحترام كافة الشروط و المتطلبات المفروضة أثناء التسيير.

الفرع الأول:
المتطلبات القانونية لتسيير المحفظة.

يلتزم المسيرون لشركة الاستثمار خلال تسييرهم بإلتزامين أساسيين إشترطهما المشرع الجزائري لحماية المساهمين وهما على التوالي :

1-إشهار تشكيلة و نتائج تسيير المحفظة:

حيث اعتبرت مختلف التشريعات أن مسألة إعلام المساهمين مسألة جوهرية لتوفير أكبر قدر من الحماية لمدخراتهم، وبالتالي فقد تم التركيز على وضع قواعد صارمة تتعلق بالنشر الدوري للمعلومات المتعلقة بالتسيير، وقد نص المشرع الجزائري في المادة 46

من الأمر 08/96 و التي وردت ضمن الفصل الثالث المتعلق بالإعلام والمراقبة على وجوب نشر المعلومات الحسابية والمالية الظرفية والدورية والدائمة المتعلقة بنشاط الشركة والموجهة للجمهور، لاسيما ما تعلق منها بالحسابات و تقارير النشاطات السداسية الأشهر و السنوية و كذا تكوين الأصول .

وقد ظهر التوجه التشريعي نحو إلزامية الاشهار في الو.م.إ إثر الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 1929، و التي كان من دروسها إلزام شركات الاستثمار الأمريكية بإشهار تشكيلتها و نتائجها للجمهور ليتسنى لهم أخذ الاحتياطات اللازمة لتجنب الخسائر، و يتم ذلك بمعرفة بورصة القيم المنقولة[1]، حيث كان وفقا لقانون شركات الاستثمار المعدل سنة 1970 و قانون الأوراق المالية لسنة 1933 وجوب تزويد لجنة الأوراق المالية والبورصة و كذلك المستثمرين بمنشور يتضمن عدة معلومات أهمها[2]:

- أهداف الشركة و السياسة الاستثمارية العامة لها .
- القيود بشأن إستثمارات الشركة و التي عادة ما تتعلق بمدى الإعتماد على الأموال المقترضة و ممارسة البيع على المكشوف، و المساهمة في إصدار الأوراق المالية و الاستثمار في شراء عقارات أو سلع.
- أتعاب الإدارة و كيفية تحديدها.
- مستوى أداء الشركة في السنوات السابقة و معدلات دوران مكونات المحفظة.
- كيفية حساب قيمة الأصل الصافية.
- النظام الضريبي الذي تخضع له الشركة.
- بيان التشكيلة التي تتكون منها المحفظة و القوائم المالية المعتمدة.

وعليه فقد كان من دروس الأزمة الإقتصادية العالمية السعي لدعم المزيد من الثقة لدى صغار المستثمرين الأمريكيين فيما يتعلق بتشكيلة نشاط شركات الاستثمار، وقد تم إلزام هذه الشركات قانونيا بنشر هذه المعلومات حتى تكون قرارات المساهمين فيما يتعلق بالإستمرار كشركاء داخل الشركة مبنية على علم ومعرفة بحقائق الأمور، بحيث يتمكنون

---

(1) H – *lepargneur* , op , cit p 80.

(2) منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار – مرجع سابق – ص 62 و 63.

في كل وقت من تصفية أسهمهم متى رأوا أن المحفظة بتكوينها الذي هي عليه معرضة لخطر الخسارة ، على أن المعلومات التي تلتزم الشركة بنشرها بصفة دورية لا تطابق الحقيقة وقت النشر لأنها تتعلق بوضع سابق، ولذلك توجب القوانين ألا تزيد المدة التي تفصل بين تاريخ وضع المعلومات وتاريخ نشرها مدة معينة[1]، بينما إكتفى المشرع الجزائري بالإحالة إلى لائحة تصدر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها لتحديد طبيعة الأطر اللازمة لنشر هذه المعلومات و ذلك حسب الفقرة 3 من المادة 46 من الأمر 08/96 .

أما المشرع الفرنسي فقد سعى من خلال قانون 1988 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة لتطبيق توصيات اللجنة الإدارية الأوروبية التي أرست مجموعة من القواعد الموحدة و المتعلقة بهذه الهيئات ، حيث نصت على وجوب وجود نشرة إعلامية « prospectus » وهي حسب اللجنة يجب أن تتضمن معلومات تعطي نظرة واضحة للمستثمرين الراغبين بالإشتراك في مشروع هذه الهيئات عن جوانب هذا المشروع ومدى مردوديته، كما أشارت إلى ضرورة خضوع هذه النشرة لهيئة رقابية مختصة، وعليه فقد جاء التنظيم رقم 02/89 الصادر عن لجنة عمليات البورصة الفرنسية[2] وحسب المـــــادة 32 و 36 منه تلزم شركات الاستثمار بنشر وثيقتين هما :

أ- البطاقة الوصفية « **La fiche signalétique** »:

وهي تحتوي على نوع هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، حيث تندرج إلزاما تحت واحدة من الأربع أنواع التالية :

- الهيئات ذات التوظيف القصير الأجل « à court terme »، و الأولوية بالنسبة لهذا النوع الانتظام في تحديد القيمة التصفوية، و حسب لجنة عمليات البورصة تصنف هذه الهيئات كهيئات نقدية « monétaire » إذا ارتبطت بواحد أو أكثر من مؤشرات السوق النقدية .

---

(1) حسني المصري ، فكرة الترست – مرجع سابق – ص390و 391.

(2) ***Ecuclopédie Dalloz*** , *pierre Bezard* , op , cit P 18.

- الهيئات التي تنشط في السندات ذات المدى المتوسط و الطويل سواء كانت فرنسية أو أجنبية.
- الهيئات التي تنشط في الأسهم و باقي القيم المنقولة المتعلقة برأس المال سواء كانت فرنسية أو أجنبية.
- الهيئات الناشطة في الأسهم و السندات بمختلف أنواعها، و بدورها سواء كانت فرنسية أو أجنبية.

وعلى هذه الهيئات تحديد مدة التوظيف: أقل من 3 أشهر إلى سنتين أو ما فوق السنتين، هذا و قد تطرقت اللجنة إلى عدة تفاصيل معلوماتية يجب ورودها في هذه البطاقة بحيث تسمح بإعطاء صورة واضحة عن نشاط هذه الهيئات.

ب- النشرة الإعلامية.

وهي التي حددتها المادة 36 من التنظيم السابق ذكره بالوثائق الثلاثية و السداسية الأشهر، والتي تتأكد منها اللجنة عن طريق إجراء تحقيق يؤكد ما إذا كانت هذه المعلومات ترسم السياسات المستقبلية للشركة، و في جميع الأحوال على هذه التقارير أن تحتوي على: توجيهات السياسة العامة للشركة ، مدى توزيع الأخطار داخل المحفظة عن طريق تحديد النسب المئوية والناتج الصافي العام للنشاط خلال الثلاثة أو الستة أشهر الماضية، و كذلك عدد الأسهم والقيمة التصفوية للخمس سنوات السابقة وخلال 3 أو 6 أشهر المعنية ، والمداخيل الموزعة خلال 5 سنوات السابقة[1]، هذا زيادة على إلتزام هذه الهيئات بتقديم كل المعلومات الضرورية لبنك فرنسا لإعداد الاحصائيات النقدية و هذا بموجب المادة 45 من قانون 1988، والتي تقابلها المادة 50 من الأمر 08/96 الجزائري .

---

(1) ***Ecuclopédie Dalloz*** , *pierre Bezard* , op , cit P199.

ومن خلال ما سبق توضيحه يتبين لنا حرص مختلف التشريعات على مسألة إعلام المساهمين داخل شركات الاستثمار لتحقيق أكبر مردودية لهم من جهة، و لضمان نشاطها بالنسبة للهيئات العمومية بما يتماشى و المصالح الاقتصادية العامة للدولة من جهة أخرى.

2- الالتزام بتوزيع الأرباح.

تبقى الغاية الرئيسية للمساهمين في شركة الاستثمار الحصول على أرباح مرضية من خلال أحسن توظيف مالي، و عليه وجب على المشرع حماية هذا الحق في مواجهة هذه الشركات بغرض عدم المبالغة في تحديد تكاليف التسيير أو أي تلاعبات مالية أخرى، ويرتبط التحديد الدقيق لحق المساهمين في الأرباح بمفهوم الناتج الصافي، والذي عرفته المادة 30 من قانون 1988 الفرنسي بأنه يتشكل من مبلغ الفوائد، العلاوات، وأرباح المضاربات وكل ما من الممكن أن ينتج عن تشكيلة المحفظة التابعة لشركة الاستثمار مع الأخذ بعين الاعتبار أن تكون الأرباح حالة، وطرح مصاريف التسيير والادارة و فوائد القروض، وتجدر الإشارة إلى أنه فيما يتعلق أرباح المضاربات فقد إتفق كل من المشرع الفرنسي و لانجليزي على وجوب إشتمال الأرباح الموزعة عليها، بينما لم يجز المشرع الألماني هذه الأرباح إلا إذا ورد شرط بتوزيعها في عقد الشراكة[1] و تهدف القوانين التي توجب توزيع هذه الزيادة ضمن الأرباح لتحقيق أكبر قدر ممكن من المردودية للجمهور بينما تسعى القوانين المتحفظة للحيلولة دون سعي شركات الاستثمار للمضاربة على الصكوك في البورصة مما يؤدي لإضراب هذه الأخيرة وتعريض أموال المكتتبين للخطر.

غير أن مسألة مصاريف التسيير لطالما كانت محل تشكيك من طرف المساهمين ومبالغة من قبل المسيرين ، إذ أمام إنعدام الضوابط غالبا ما يلجؤون لتضخيم هذه الأخيرة وهو ما يؤدي لإضعاف الأرباح الصافية ، الأمر الذي حذى بالمشرع الفرنسي إلى حسم المسألة بالمادة 10 من قانون 1979 و التي تنص على عدم تجاوز هذه المصاريف في

---

[1] حسين المصري ، فكرة الترست – مرجع سابق – ص 388.

جميع الأحوال 1% من مجمل النشاط المالي لكل ثلاثة أشهر[1]، في حين أحال المشرع الجزائري من خلال المادة 51 من الأمر 08/96 إلى لائحة تصدر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تحدد المبلغ الأقصى للعمولات المختلفة وكذلك المبلغ الأقصى لنفقات التسيير .

وقد أوجب المشرع من خلال الفقرة 5 من الأمر 08/96 توزيع هذه الأرباح إجباريا خلال 6 أشهر كأقصى أجل بعد إقفال السنة الحسابية، و هو ذات الأمر الذي راح إليه المشرع الفرنسي من خلال المادة 31 من قانون 1988 التي تنص أن مبلغ التوزيع لابد أن يوزع كليا إلا ما تعلق بالمكافآت و مبالغ التعويضات التي قد يرجأ توزيعها لمرحلة لاحقة، إلا أن الاستثناء الأكبر عن هذه القاعدة قد جاء في قانون المالية الفرنسي لسنة 1990 رقم 935/89 الصادر في 29 ديسمبر 1989 و الذي أباح بموجب المادة 16 منه إمكانية عدم توزيع الأرباح إذا نص النظام الداخلي للشركة على ذلك، مما أدى إلى ظهور هيئات توظيف جماعي ذات توجهات نحو الرسملة « de capitalisation » وقد أوضحت لجنة عمليات البورصة أنه يمكن لهذه طرح حصص أو أسهم رسملة وأخرى توزيعية، وتكون بقية الحقوق المتعلقة بالحصص أو الأسهم ماعدا المالية منها هي نفسها بالنسبة للنوعين، و بالنسبة لأسهم التوزيع فيتم توزيع أرباحها في أجل لا يتعدى 5 أشهر من إقفال النشاط[2].

الفرع الثاني:

المعاملة الضريبية المتميزة لشركات الاستثمار.

تنظر شركات الاستثمار إلى نفسها على أنها ليست شركات بالمفهوم المتعارف عليه، بل هي همزة وصل فقط بين المستثمرين و الأوراق المالية التي تتكون منها محفظة الاستثمار، لذا فقد نص القانون الضريبي الأمريكي على إعفاء دخل شركة الاستثمار التي

---

(1) ***Juuris classeur*** , *Michel Jeantin* , op , cit et ***Encyclopedie dalloz*** , *pierre Bezard* , op , cit , p 17.
(2) Bull .cob , Juill –Aoùt 1991 ***Ecyclopedie dalloz*** , *pierre Bezard* op, cit p 17 , et J.M labrodiére, op, cit p 36

يتوافر فيها شروط معينة من الخضوع للضريبة حتى يتجنب المستثمر دفع ضريبة مزدوجة تكون على دخل الشركة من جهة و على دخله الشخصي من جهة أخرى، و وفقا للقانون الأمريكي تعفى شركة الاستثمار من ضريبة الدخل إذا توفرت فيها الشروط الآتيـــة[1]:

1- أن يتمثل 90% من إجمالي إيراداتها على الأقل من فوائد السندات أو التوزيعات على الأسهم أو الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع بعض الأوراق المالية .
2- أن لا تزيد الأرباح قصيرة الأجل عن 30 %من إجمالي الإيرادات، و يقصد بذلك الأرباح الرأسمالية و الإيرادية المتولدة عن أوراق مالية إمتلكتها الشركة لفترة تقل عن 3 شهور.
3- أن تكون الشركة ملتزمة بالتنويع في التشكيلة السابق الإشارة إليه.
4- أن يجري توزيع 90 % على الأقل من الأرباح و الفوائد التي حصلت عليها بمجرد إستلامها.
5- أن تكون الشركة مسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة بوصفها شركة إستثمار على أن تقدم لمصلحة الضرائب طلبا لإعفائها من الضريبة.

من خلال الشروط السابقة تتضح لنا رغبة المشرع الأمريكي في توجيه إستثمار هذه الشركات نحو الأوراق المالية طويلة و متوسطة الأمد ، كما قد سعى المشرع الفرنسي بدوره لإيجاد نظام ضريبي خاص تستفيد منه شركات الاستثمار من خلال المادة 23 من قانون 1979 و التي تعفي هذه الأخيرة من ضريبة الشركات على الأرباح المحققة في إطار هدفها القانوني ، كما أن تأسيسها يخضع لحقوق تسجيل تقدر بـــ 600 فرنك، ورسوم إشهار الحصص العقارية يقدر ب 0,06 % ، و يشترط من أجل الحصول على هذه الامتيازات أن توزع الشركة كامل المبالغ القابلة للتوزيع سنويا، بالإضافة إلى وجود إعفاءات خاصة بالإندماج و الانقسام و كذا تحول بعض الشركات إلى شركات استثمار[2]

---

[1] منير إبراهيم هندي ، صناديق الاستثمار – مرجع سابق – ص 66.
[2] ***Juris classeur*** , *Michel Jeantin* , op, cit

ويعتبر تخفيض التكلفة في المعاملات من وجهة النظر الاقتصادية[1]، بما فيها الرسوم المستحقة للجنة البورصة والضرائب وغيرها من أهم عوامل نشاط وتنظيم السوق المالية حيث كلما إنخفضت التكلفة كلما تحسنت سيولة السوق و كانت أسعار الأوراق معبرة عن المعلومات المتاحة بشأن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق، و مع ذلك فقد أغفل بصفة كلية المشرع الجزائري التطرق لمسألة الضريبة على شركات الاستثمار، إذا ما إستثنينا الحالات المنصوص عليها بموجب الأمر 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار الصادر بالجريدة الرسمية عدد 47 لسنة 2001 و الذي يعطي وكالة ترقية ودعم الاستثمار الحق في منح إمتيازات ضريبية للإستثمارات التي تتعلق بعدة نشاطات ومن بينها تلك المتعلقة بإستعادة نشاطات في إطار خوصصة جزئية أو كلية[2]، وهو ما يوضح لنا إصرار المشرع الجزائري على جعل شركة الاستثمار مجرد أداة لإنجاح سياسات الخوصصة بمنحه للدعم الضريبي فقط إذا كان نشاط هذه الأخيرة يندرج في هذا الإطار، و هو ما يشكل خطرا على الادخار العام لما يحتوي عليه هذا الأمر من مجازفة، خاصة أمام إنعدام أية ضوابط قانونية تذكر للتنويع الذي يجب أن تكون عليه محفظة القيم المنقولة لهذه الشركات.

و في الختام يتضح لنا من خلال دراستنا لهذا المبحث ضوابط التسيير الدقيقة التي يجب أن يخضع لها نشاط شركات الاستثمار، و التي يؤدي إنحرافها عنها إلى نتائج سلبية قد تصل إلى حد الجنوح عن غرضها الحصري المتعلق بالإستثمار في قيم منقولة، نحو أغراض أخرى قد تتمثل في السيطرة على الإدارة وهي المهمة التي تضطلع بها الشركات القابضة، أو توجهها نحو سياسات تمويلية للمشاريع و التي تعتبر من جوهر مهام بنوك الأعمال، وعليه كان لزاما خضوع نشاط هذه الشركات لرقابة خارجية صارمة قد تنتج عنها عقوبات مختلفة، وهو ما سيكون موضوع دراستنا في مبحث ثالث.

---

[1] راجع مستقبل أسواق رأس المال العربية ، منير إبراهيم هندي ، منشأة المعارف الاسكندرية طبعة 1995 ص 63 .

[2] راجع المواد 2، 4 ، 7 ، 9 من الأمر رقم 03/01 المتعلق بتطوير الاستثمار الجريدة الرسمية عدد 47 لسنة 2001.

المبحث الثالث

الرقابة على قواعد نشاط شركات الاستثمار و جزاء مخالفة هذه القواعد.

إن أهمية المدخرات التي تجمعها شركات الاستثمار، و تأثيرها على نشاط سوق المال، وذلك بإعتبارها من شركات المساهمة التي تلجأ للإدخار العام وكذلك من المؤسسات التي تساهم بشكل ملموس في نشاط البورصة نظرا لغرضها الحصري، جعل من المنطقي أن تسعى مختلف التشريعات لتكريس رقابة صارمة و متشابكة حول نشاطها تفوق تلك المفروضة على باقي شركات المساهمة، إذ بالإضافة للرقابة القضائية العامة على مجمل نشاط الشركات بوجه عام، نلاحظ وجود رقابة متعددة الجوانب تمارسها كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و المؤسسة المؤتمنة، و هي الرقابة التي قد تسفر عن عقوبات خاصة نتطرق إليها من خلال تقسيم مبحثنا هذا إلى مطلبين نتناول في أولهما الهيئات القائمة بمهمة الرقابة و التي نركز فيها على كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و المؤسسة المؤتمنة، و نخصص المطلب الثاني لدراسة الجزاءات التي تفرض على شركات الاستثمار في حال مخالفتها لقواعد التسيير.

المطلب الأول:

الهيئات القائمة بمهمة الرقابة.

تتضح لنا صرامة الرقابة المفروضة على شركات الاستثمار بتعدد الهيئات القائمة بذلك، إذ بالإضافة لرقابة محافظ الحسابات الداخلية على نشاط الشركة والتي تعرضنا إليها من خلال الفصل الأول من هذا البحث، تخضع شركات الاستثمار لرقابة خارجية مباشرة

تمارسها كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و المؤسسة المؤتمنة، و اللتين نتناولهما بالدراسة من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول:

لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

من خلال الاطلاع على نصوص القانون رقم 10/93 المتعلق ببورصة القيـــــم المنقولـــة والصادر بتاريخ 23 مايو 1993 و المعدل بالقانون رقم 04/03 والصادر في 17 فبراير 2003 [1] ، يمكن لنا تعليل المهمة الرقابية للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بسببين رئيسيين: يتمثل أولهما بما للجنة من صلاحية الرقابة على كل شركات المساهمة التي تلجأ للإدخار العام عن طريق البورصة، و هي من ناحية ثانية لها مهمة الرقابة على السوق المالية نفسها و السعي للحفاظ على نشاطها و استقرارها، و بالنظر للغرض الحصري الذي تنشأ من أجله شركات الاستثمار المرتبط بالاستثمار في القيم المنقولة فقد أخضعها المشرع من خلال ممارستها لهذا النشاط بصفة كلية و مطلقة إلى رقابة اللجنة، و هذا حسب المادة 48 من الأمر 08/96، و عليه يحق لهذه الأخيرة القيام بأي تحقيقات حول النشاط الذي تقوم به شركات الاستثمار، و لهذه الأهمية الرقابية التي تمارسها اللجنة فقد قررنا دراستها من خلال التطرق أولا لتكوينها و بيان طبيعتها القانونية ثم دراسة السلطات التي تمارسها تجاه شركات الاستثمار .

1- تكوين لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، و بيان طبيعتها القانونية:

---

[1] راجع الملحق رقم**03**.

تعتبر لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها إحدى الهيئتين المكونتين لبورصة القيم المنقولة و الأهم من ناحية التأثير في نشاط هذه الأخيرة، حيث تنص المادة 3 من الأمر 10/93 " تشتمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين التاليتين:

- لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقولة، وتدعى في صلب النص (اللجنة).
- شركة لتسيير بورصة القيم "

و قد جاءت المادة 12 من القانون 04/03 تعدل وتتمم المادة 20 من المرسوم التشريعي 10/93 مكرسة إستقلالية هذه الهيئة و تمتعها بالشخصية المعنوية بعد أن سكت عن ذلك المشرع من خلال الأمر 10/93 وأصبحت تنص على أن: " تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة و مراقبتها تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي وتتكون من رئيس و 6 أعضاء "، و يلفت إنتباهنا من خلال هذا النص وصف اللجنة بأنها سلطة ضبط لما لها من سلطات متنوعة تتراوح بين المراقبة و التشريع والقضاء، وهي الهيئة التي تم الاحتفاظ بصددها بنفس عدد الأعضاء المكونين لها مع تعديل كيفيات تعيينهم من خلال المادة 13 من القانون 04/03 المعدلة للمادة 22 من المرسوم 10/93 و التي تنص : " يعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجال المالي و البورصي لمدة 4 سنوات وفق الشروط المحددة عن طريق التنظيم و تبعا للتوزيع الآتي :

- قاضي يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين و محافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين ".

و يلاحظ أن هذا التعديل قد جاء تفصيليا أكثر للجهات المقترحة للأعضاء داخل اللجنة، بحيث تشتمل على مختلف الخبراء وممثلي الهيئات ذات الاهتمام المالي والبورصي، بينما أبقى تعيين رئيس اللجنة محكوما بالمادة 21 من الأمر 10/93 والتي تحيل إلى صدور تنظيم يحكم هذه المسألة.

إلا أنه و في إطار مقارنتنا مع التشريع الفرنسي و لاسيما القانون رقم 531/89 الصادر في 2 أوت1989 نلاحظ أن اللجنة تصنف على أنها هيئة لا مركزية للدولة الفرنسية ، غير متمتعة بالشخصية المعنوية ، حيث تم تصنيفها[1] على أنها مؤسسة متخصصة ذات طابع عمومي تتكفل بمصاريفها الدولة ، فهي هيئة إدارية غير مستقلة خاضعة للتسلسل الإداري ، و من ناحية أخرى فهي تتمتع بسلطات تقريرية و ليست فقط سلطات استشارية ،أما المشرع الجزائري قد سعى لمنح إستقلالية أكبر و أكثر وضوحا من الناحية القانونية من خلال إقراره للشخصية المعنوية المستقلة للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها إلا أنه عمليا تبقى مسألة الإستقلالية –لاسيما بالنسبة للهيئات الإدارية – مرتبطة بصفة خاصة بمدى تحرر أعضاء اللجنة من التبعية لأي هيئة حكومية يكون بإمكانها أن تملي عليهم توجيه معين في إتخاذ القرارات، أكثر مما تتعلق بمسألة إكتساب اللجنة للشخصية المعنوية.

2-سلطات لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها تجاه الشركة.

في الواقع يصعب دراسة دور لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها نظرا لتواجدها الدائم على مسرح تأسيس ونشاط شركات الاستثمار ، و ممارستها لوصاية صارمة و متزايدة، و في هذا الإطار تنص المادة 48 من الأمر 08/96:" تخضع (هــ، ت، ج ق م) إلى رقابة (ل ت م ع ب) " و بهذه الصفة يجوز للجنة أن تقوم وفقا لأحكام المادة 37 من المرسوم التشريعي 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة بتحقيقات حول النشاط

---

[1] ***Encycolopedie Dalloz 2001***, (tome I) , la commission des opération de bourse , *Marie Claude Robert* .p40

الذي تقوم به هذه الهيئات، و تشير هذه المادة إلى إمكانية إجراء تحقيقات خاصة من طرف اللجنة لدى الشركات التي تلجأ إلى التوفير علنا، و هي كذلك نفس المادة التي تخضع الوسطاء في عمليات البورصة لهذا التحقيق الذي يهدف إلى ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة، و تعطي الفقرة الثانية منها للأعوان المؤهلين لدى اللجنة إمكانية طلب إمدادهم بأية وثائق، و أن يحصلوا على نسخ منها بهدف ممارسة الرقابة اللازمة.

إلا أن مهمة اللجنة تعتبر أشمل من مجرد الرقابة لتحقيق الأهداف المرجوة من إنشائها و التي أجملتها المادة 14 من القانون 04/03 في السهر على حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة و المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار، و من جهة أخرى الحرص على السير الحسن لسوق القيم المنقولة و شفافيتها، و عليه فقد منحها القانون سلطات واسعة تتعلق بحماية المدخرين بشكل مطلق، و هو ما يجعلها أكثر ديناميكية في أداء مهامها على النحو المطلوب، فلها في سبيل ذلك وضع التنظيمات المناسبة التي تؤدي للسير الحسن للسوق المالية التي تشير إليها المادة 15 من القانون 04/03 و التي تقابلها المادة 4 من القانون 833/67 الفرنسي الصادر في 28 سبتمبر 1967، بالإضافة إلى سلطة العقاب شريطة أن تكون الأفعال المعاقب عليها مضرة بالسير الحسن للسوق المالية.

وقد سعى المشرع الفرنسي إلى توسيع سلطة لجنة عمليات البورصة الفرنسية لسن الأنظمة، حيث أنه و منذ صدور القانون رقم 1931/85 الصادر في 14 ديسمبر 1985 المعدل للمادة 4 من قانون 1967 أصبح بإمكان اللجنة إتخاذ كل القرارات المتعلقة بسير عمل السوق المالية الواقعة تحت رقابتها، و كذا وضع قواعد تطبيقية لنشاط الشركات التي تلجأ للإدخار العام أو تلك التي بحكم نشاطها تلجأ لعمليات على قيم منقولة توظف عن طريق اللجوء للادخار العام و المتعلق بالتسيير الفردي أو الجماعي لحافظة القيم المنقولة ، و هي بصدد ممارسة هذه الصلاحية ملزمة بأخذ رأي سلطات السوق المعنية ، كما أنها تبقى أنظمة خاضعة لمصادقة وزير الإقتصاد[1]، و هو الأمر الذي كرسه قانون 1988 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و الذي جاء تماشيا

---

[1] ***Ecyclopedie dalloz*** , M.C . *Robert op*, cit p 10et13.

مع التعليمة الأوروبية رقم 611/85 الصادرة عن مجلس الإتحاد الأوروبي في 20 ديسمبر 1985 ، و هي ذات التعليمة التي نصت في مادتها 49 على اعتبار اللجنة الهيئة المفوضة من طرف السلطات العامة لمنح الإعتماد لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة والذي يشكل رقابة قبلية على هذه الهيئات و كذا رقابة نشاط هذه الأخيرة، ورغم أنه هناك من يحصر مهمة سن الأنظمة فقط حول مسائل الإعلام والإشهار إلا أنه ومن خلال التنظيم الصادر في 28 سبتمبر 1989 عن اللجنة الفرنسية ذاتها نلاحظ وصفها لشروط منح الإعتماد والحد الأدنى لرأس المال، مضمون النظام الداخلي، قواعد الاندماج والانقسام و التصفية و تحديد أتعاب محافظ الحسابات[1]، و عليه نكون أمام تنظيم أبعد بكثير من مجرد حل مشاكل الإعلام والإشهار، وهي تقريبا ذات المسائل التي أحال المشرع الجزائري أمر تحديدها للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها من خلال الأمر 08/96 لاسيما المادة 41 و 42 منه بالإضافة إلى ما نصت عليه المادة 15 من القانون04/03.

و تجدر الإشارة إلى أن عدم الإلتزام من طرف الهيئات المعنية بهذه التنظيمات يعطي اللجنة حق المعاقبة سواء بعقوبات مالية أو تأديبية وحتى سحب الإعتماد، وفي هذا الإطار تنص المادة 51 من القانون 10/93 على إنشاء غرفة تأديبية و تحكيمية ضمن اللجنة، وحددت المادة 53 من نفس القانون اختصاصها في المجال التأديبي وذلك بدراستها لأي إخلال بالواجبات المهنية أو أخلاقيات المهنة المرتكبة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة ،و كل مخالفة للأحكام التشريعية و التنظيمية المطبقة عليهم.

وبصدد تحليله لسلطات لجنة عمليات البورصة لاسيما العقابية منها، فقد أوضح المجلس الدستوري الفرنسي بأن مبدأ الفصل بين السلطات لا يقف عائقا أمام قيام هيئة إدارية بما لها من إمتيازات السلطة العامة من تقرير عقوبات إذا كانت هذه الأخيرة لا تتعلق بالحرمان من الحرية، ومن جهة أخرى أن تكون سلطة العقاب مستمدة من القانون وتضمن الحقوق و الحريات التي يكرسها الدستور، وقد عرفها المجلس الدستوري بأنها

[1] ***Encyclopedie dalloz*** , *P. Bezard* op, cit P 13.

هيئة إدارية تتمتع بسلطة العقاب، و أضاف بأن سلطة العقاب هذه ليست امتياز قضائي ممنوح لها[2].

[2] قرار المجلس الدستوري الفرنسي رقم 260/89 الصادر في 28 جويلية 1989 راجع :

- ***Ecyclopedie Dalloz*** , *M.C .Robert* , op ,cit P 7 et 8.

ومن خلال التحليل السابق نلاحظ في الواقع جملة من السلطات تمارسها لجنة عمليات البورصة و مراقبتها على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، إذ بالإضافة للرقابة القبلية والمتمثلة في منح الإعتماد، و البعدية والتي تتم عن طريق إجراء مختلف التحقيقات المطلوبة، نجد كذلك سلطة إصدار الأنظمة والمتمثلة في اللوائح التي تلتزم بها هيئات التوظيف الجماعي بما فيها شركات الاستثمار، والتي يترتب على مخالفتها عقوبات مختلفة نتطرق إليها في المطلب الثاني من هذا المبحث و التي تشكل سلطة ثالثة لهذه اللجنة و هي السلطة العقابية.

الفرع الثاني:

المؤسسة المؤتمنة:

تشترط أغلب التشريعات و من بينها التشريع الجزائري من خلال المادة 36 من الأمر 08/96 على أن تتولى حراسة أصول شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير مؤسسة مؤتمنة établissement dépositaire مختارة على أساس قائمة أشخاص معنويين يحددها الوزير المكلف بالمالية، وسنتطرق لدراسة هذه المؤسسة من خلال تحديد شكلها أولا، ثم طبيعة مهامها وسلطاتها تجاه شركة الاستثمار، ثم ننتقل في عنصر ثالث لبيان مسؤولياتها القانونية عن أعمال التسيير .

1- الشكل القانوني للمؤسسة المؤتمنة:

لقد احتجزت معظم تشريعات شركات الاستثمار دور المؤسسة المؤتمنة المودع لديها لكبريات البنوك والمؤسسات المالية، وقد حدد في سبيل ذلك كل من القانون السويسري الصادر سنة 1966 بالمادة 5 منه، والألماني في المادة 12 من قانون أموال الاستثمار لسنة 1970 الحد الأدنى لرأس مال البنك المكلف بحراسة و حيازة الصكوك بـــ: 2 مليون فرنك سويسري، و 10 مليون مارك ألماني، كما و قد عرفت اللائحة التنفيذية للقانون البلجيكي لأموال الاستثمار لسنة 1957 المودع لديه بأنه البنك الذي يقدم إليه مال الإستثمار كوديعة، وهو ما يعني وجوب أن يكون المودع لديه بنكا،

و يرجع تطلب القوانين المتقدمة أن يكون المودع لديه بنكا إلى أن التجربة قد أثبتت أن كبرى البنوك هي التي تتميز بطابع المحرك الأول لأموال الإستثمار في تلـــك الدول[1].

غير أن كلا من القانون الإنجليزي و الفرنسي لم يشترطا أن تكون المؤسسة المؤتمنة بنكا، حيث نص القانون الإنجليزي لقمع الغش الصادر عام 1958 وجوب أن تكون المؤسسة المؤتمنة شركة في مفهوم القانون الإنجليزي للشركات، و يجب أن تباشر هذه الشركة نشاطها في إنجلترا، و يجب ألا يقل رأسمالها عن 500.000 جنيه إسترليني مدفوعا بالكامل، أما في فرنسا فتم تحديد قائمة حصرية تضم كبريات المؤسسات المالية لتوفير الضمان الثاني للمكتتبين في شركات الاستثمار[2]، وفي هذا الإطار فقد نصت المادة 13 من قانون 1988 الفرنسي على وجوب تعيين مؤسسة مؤتمنة تكون موجودة ضمن قائمة معتمدة من طرف الوزير المكلف بالاقتصاد، وتضمن لجنة عمليات البورصة مراقبة توافر هذا الشرط عند منحها الإعتماد وهي قائمة حددت باللائحة الصادرة في 6 سبتمبر 1989 و تتعلق بـــ: بنك فرنسا، صندوق الودائع و الأمانات، مؤسسات القرض شركات البورصة وكذلك بورصات فرنسا ، مؤسسات التأمين المنصوص عليها في قانون التأمينات، بيوت السندات المنصوص عليها بالمادة 99 من القانون 46/84 الصادر في 24 جانفي 1984 المتعلق بنشاط و مراقبة مؤسسات القرض[3].

و قد اقتدى المشرع الجزائري في هذا الإطار بنظيره الفرنسي بتبنيه لتحديد الهيئات المضطلعة بدور المؤسسة المؤتمنة عن طريق قائمة تصدر عن الوزير المكلف بالمالية حيث نصت الفقرة الأولى من المادة 36 من الأمر 08/96 " تتولى حراسة أصول (هـ ت ج ق م) مؤسسة مؤتمنة وحيدة متميزة عن (ش إ ر م م) ... مختارة على أساس قائمة أشخاص معنويين يحددها الوزير المكلف بالمالية "، هذه القائمة التي تصدر مستقبلا، و التي

---

(1) حسني المصري ، فكرة الترست – مرجع سابق – ص 326 و 327.

(2) حسني المصري ، فكرة الترست – مرجع سابق – ص 328.

(3) Il s’agit de la banque de France , de la caisse des dépôts et consignations , des établissements de crédit , des sociétés de bourse ainsi que de la société des boursesde France , des entreprises d’assurances et de capitalisation régies par le code des assurances , des maisons des titres visées à l’article 99 de la loi n° 84/46 du 24 Janvier 1984 relative à l’activité et au control des établissements de crédit , ***Ecyclopédie dalloz*** , *P. Bezard* , op cit , P 8

وحسب معطيات واقع الحال الجزائري يتوقع لها أن تقتصر فقط على كبريات البنوك على غرار الشرط الوارد بكل من التشريع الألماني و السويسري، نظرا لاعتبار هذه الأخيرة أكثر دراية و تخصصا في المجال المالي والبورصي للبلاد أكثر من مؤسسات التأمين و غيرها من المؤسسات ذات الطابع المالي.

2 – طبيعة مهام المؤسسة المؤتمنة:

بغرض ضمان الحماية للمساهمين فإن المشرع يفرض دخول طرف ثالث في العلاقة ما بين شركة الاستثمار والمكتتبين فيها غالبا ما يكون مصرفا تجاريا يعتبر كمؤسسة مؤتمنة، ويقع على عاتق المسيرين وضع القيم المنقولة المملوكة لشركة الاستثمار لدى هذه المؤسسة، ويهدف هذا الإجراء إلى ضمان ألا يسعى المسيرون إلى تحقيق أغراض أخرى غير المصلحة المشتركة، ومن ناحية أخرى يضمن مصداقية تواجد هذا النشاط لهذا النوع من الشركات بحيث لا يكون نشاطها صوريا، وأن يكون للأسهم التي تطرحها الشركة قيمة موازية في نشاطها لاسيما و أن رأسمالها قابل للتغيير، إلا أنه في الواقع وعند تحليلنا لمهام المؤسسة المؤتمنة نلاحظ أنها بالإضافة للمهمة الرقابية وهي مهمتها الأساسية، فهي تضطلع كذلك بمهمة تنفيذية بالإضافة إلى إلتزامها بحفظ موجودات المحفظة، وهي الأمور التي نتعرض لتفاصيلها من خلال العناصر التالية :

أ – المهمة التنفيذية للمؤسسة المؤتمنة:

بحيث تعتبر المؤسسة المؤتمنة ملزمة بتنفيذ أوامر المسيرين عن طريق تلقيها لأموال الإكتتاب و شرائها القيم المنقولة المطلوبة، وهي تضمن بذلك حسابات كل الإيرادات و المدفوعات التي يتعامل بها المسيرون[1]، و هو ما يتبين لنا من خلال نص المادة 36 من الأمر 08/96 بإعتبار المؤسسة حارسة لأصول شركة الاستثمار، إلا أنه وفي هذا الإطار هناك من يتوسع[3] في مفهوم مهمة المؤسسة المؤتمنة التنفيذية و يعتبرها مرتبطة بطبيعة المحفظة ذاتها ، فالمحافظ الجامدة أو الثابتة التكوين، وهي التي يتم

---

(1) ***Ecyclopedie Dalloz*** , *P.Bezard* ,op , cit , p8.

(3) سعيد سيف النصر – مرجع سابق – ص 268، 269 .

التعامل فيها على أوراق مالية محددة على سبيل الحصر ، بحيث تعتبر هذه القائمة جزء لا يتجزأ من النظام الأساسي لشركة الاستثمار كشركة متخصصة ، فهي محافظ تجعل من المؤسسة المؤتمنة مجرد أمين إستثمار يقوم بتحريك هذه المحفظة تحريك مرسوم و محدد مسبقا ، أما المحافظ المرنة التكوين فهي تتنوع الصكوك فيها إلى صكوك يتم التعامل فيها بصفة أصلية و صكوك أخرى فرعية تتسع لكم كبير من الصكوك يدرج كل منهما في قائمة منفصلة، و يسمح هذا النوع من المحافظ للمؤسسة بحرية في إختيار الصكوك ذات المردودية في السوق و نقلها من القائمة الفرعية إلى القائمة الأصلية، و بيع الصكوك ذات القيمة المرتفعة في السوق و استخدام العائدات في الوقت المناسب بشراء الأكثر ربحية منها دون التقيد في ذلك بوقت محدد .

وبرجوعنا للتشريع الجزائري نلاحظ أنه يسير في سياق التحليل السابق، و يتيح للمؤسسة المؤتمنة مساحة من حرية التصرف في تسيير المحفظة، و هو ما يتضح لنا من خلال نص المادة 39 من الأمر 08/96 التي تشترط توفر نفس الضمانات المفروضة على شركة الاستثمار في المؤسسة المؤتمنة فيما يتعلق بمجال التنظيم و الوسائل التقنية والمالية وكذلك خبرة المسيرين، و قد كان المشرع الفرنسي أكثر وضوحا في تحديد الدور التنفيذي للمؤسسة المؤتمنة من خلال نص المادة 24 من قانون 1988 المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التي توجب على المؤسسة المؤتمنة أن تتصرف حصريا وفق مصلحة المكتتبين عن طريق إتخاذ كافة التصرفات اللازمة لضمان الأمن والمردودية والتصرف بطريقة مستقلة ، حيث أثبتت التجربة الفرنسية أن أمن هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة مرتبط بصفة رئيسية بالمؤسسة المؤتمنة مدى تدخلها لصالح المساهمين، إلا أن القانون لا يحدد بصفة دقيقة المسؤولية ولا مدى التدخل اللازم، إلا أن هذا الأمر لا يجب الأخذ به على إطلاقه حيث أوردت لجنة عمليات البورصة الفرنسية في تقريرها لسنة1992 [1] بأن عددا كبيرا من هذه الهيئات، وأمام ضعف إمكانياتها غالبا ما تلجأ لتفويض جهة أخرى بتسيير محفظتها بصفة كلية، وغالبا ما تكون هذه الجهة المؤسسة المؤتمنة من دون إعلام المكتتبين بذلك وهو ما يشكل من وجهة نظر

---

[1] ***Ecyclopedie Dalloz*** , *M.C Robert* , op, cit , P41.

اللجنة عدم شفافية في نشاطها يؤدي إلى تزايد تكاليف التسيير من دون مبرر، وأمام هذه التجاوزات غالبا ما لجأت اللجنة إلى سحب الإعتماد من هذه الهيئات، وعليه فقد سعت لجنة عمليات البورصة الفرنسية سنة 1993 إلى وضع شروط للتفويض الممنوح للمؤسسة المؤتمنة و توضيح طريقة نشاطها، وهو ما يؤدي لتحديد واضح لمسؤولياتها، مع السعي للتنسيق بين مختلف الهيئات المالية التي تضطلع بمهام المؤسسة المؤتمنة، وتعزيز التعاون بين محافظي حسابات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ومحافظي حسابات المؤسسة المؤتمنة، وفي هذا الإطار فقد توالت عدة تشريعات تبين معالم المهمة التنفيذية للمؤسسة المؤتمنة، ومن بينها المادة 2 من المرسوم رقم 624/89 التي تنص على إمكانية أن تبرم هيئات التوظيف الجماعي كافة العقود التي تضمن بها حماية النشاط أو تحقيق أهداف التسيير ، بشرط أن تكون هذه العقود قابلة للإلغاء من طرف هذه الهيئات بالإرادة المنفردة، كما ويتم إبرامها إما مع مؤسسة تأخذ صفة مؤسسة مؤتمنة أو أحد مؤسسات القرض التي يتواجد مقرها داخل إحدى الدول الأعضاء في منظمة التعاون والتطوير الاقتصادي

« organisation de coopération et de développement conomique »[1].

ب -المهمة الرقابية للمؤسسة المؤتمنة:

بغرض توفير حماية أكثر للمساهمين، كان من أكبر مهام المؤسسة المؤتمنة مراقبة العمليات المنفذة من قبل المسيرين ومدى نظامية القرارات التي تتخذها الشركة، و هو ما يتضح لنا من خلال نص المادة 36 في فقرتها الثالثـــة من الأمـــر 08/96 و التي تقابلها المادة 13 فقرة 1 من قانون 1988 الفرنسي، و لكي يتسنى لها القيام بهذه المهمة كان لابد أن تكون مؤسسة مستقلة من الناحية القانونية، بحيث لا تطرح إشكالية أن تكون إحدى هاتين الشخصيتين المعنويتين فرعا للأخرى، وهو الأمر الذي حسمه المشرع بنص الفقرة الأولى من المادة 36 السالفة الذكر.

[1] ***Ecyclopedie Dalloz*** (tome II) Mise à Jour 2001.

وفي إطار أدائها لهذه المهمة، و إذا تبين للمؤسسة المؤتمنة عدم نظامية قرار معين فلها إتخاذ كل الإجراءات التحفظية اللازمة تحاشيا لقيام مسؤوليتها القانونية بحيث ترفض تنفيذ القرار، و إذا بلغ انعدام النظامية حد كبير فلها أن تطلب من القضـــاء عزل المسيــر المصدر له[1] و يرتب عدم القيام بهذه الإجراءات مسؤوليات قانونية مختلفة على المؤسسة المؤتمنة ستكون موضوع دراستنا في عنصر ثان.

وتعد رقابة المؤسسة المؤتمنة على شركة الاستثمار ضمانة هامة للمكتتبين من حيث عدم جواز استثمار أموالهم في غير الصكوك التي حددها القانون أو النظام الداخلي للشركة، وضرورة انتقاء الصكوك الجيدة وعدم جواز المضاربة على الصكوك في البورصة، أو السعي لتحقيق هدف آخر من العمليات والصفقات التي تجريها لحساب بعض الشركاء، أو ترتيب رهن أو امتياز على الأموال المستثمرة، كما وتعد رقابة المؤسسة المؤتمنة على المحفظة ضمانة لشركة الاستثمار ذاتها ، حيث أنها و بحكم دورها هذا تسيطر على المحفظة سيطرة مادية تمكنها من الإطلاع على مكوناتها ، مما يمكنها من مراقبة حالتها في السوق ومدى نجاحها أو إخفاقها في تحقيق المردودية المنشودة والمتمثلة في الحصول على أكبر ربح ممكن بأقل مخاطرة ممكنة مما يؤدي إلى زيادة ترشيد سياسات الشركة أكثر ، بالإضافة إلى ما توفره المؤسسة من سرية تامة فيما يتعلق بقيمة المساهمات ومقدار الأرباح والفوائد، وحجم تصفية الشهادات والأسهم عند الإنسحاب من الشركة وتحصيل الحقوق[2]، كل ذلك باستثناء ما أباحه القانون فيما يخص نشر المعلومات التي تفيد الجمهور وأصحاب الصكوك حول نجاح التعامل ومقدار الأرباح التي حققها .

و نظرا لحساسية الدور المنوط بهذه المؤسسة فهي بدورها مجبرة على أن تثبت توفر الضمانات المطلوبة لديها من إمكانيات تقنية ومالية، والخبرة اللازمة للتسيير المالي لتتمكن من التصرف بطريقة مستقلة عن شركة التسيير، وهو الأمر الذي نصت عليه المادة 39 من الأمر 08/96 والتي تقابلها المادة 24 فقرة 2 من قانون 1988 الفرنسي.

---

(1) ***Ecyclopédie Dalloz*** , P, Bezard**,** op, cit , p8.

(2) سعيد سيف النصر – مرجع سابق – ص 279 .

ج- الإلتزام بحفظ موجودات المحفظة:

تعتبر المؤسسة المؤتمنة هي الحائز الفعلي لمحفظة القيم المنقولة التابعة لشركة الاستثمار، وهي بذلك تحقق عدة أهداف على رأسها منع أي تلاعب قد يفكر فيه المسيرون حيال موجودات الشركة وكذا ضمان عدم صورية النشاط وتطابقه مع حجم رأس المال، وعلى هذا الأساس كان لزاما أن يوجد نص قانوني يحفظ حق شركة الاستثمار في هذه المحفظة في حال ما إذا أصاب خلل ما نشاط المؤسسة المؤتمنة كمداهمتها لخطر الإفلاس، ولذا فقد نصت المادة 38 من الأمر 08/96 على أنه "لا يمكن لدائني المؤسسة المؤتمنة تحصيل ديونهم من أصول (هـ ت ج ق م) " فبناء على هذا النص تزول قرينة ملكية القيم المنقولة للمؤسسة المؤتمنة بحيازتها لها بأن تبقى حقوق الشركة المسيرة قائمة عليها .

وإلتزام المؤسسة المؤتمنة بحفظ موجودات المحفظة لا يقتصر على جانبه المادي فقط بل يكاد يجمع الفقه[1] على أن مهمة الحفظ تتطلب القيام بعمليات أخرى قانونية و مادية بهدف المحافظة على الحقوق المرتبطة بهذه الأوراق حتى لا تضطر الشركة من آن لآخر لاستردادها وإتخاذ الإجراءات اللازمة لحفظ حقوقها عليها ثم إعادتها مرة أخرى، لأن الخيار الأفضل لها في هذه الحالة هو استئجار خزانة لدى بنك تجاري بأجر زهيد نسبيا لإيداع الأوراق المالية ، ولذلك فإن إيداع الأوراق المالية لدى مؤسسة مؤتمنة يعتبر عقد وديعة يتضمن إلتزاما ضمنيا بمراعاة حقوق شركة الاستثمار وحفظ حقوقها المتعلقة بهذه الأوراق .

و يعتبر التصور الصحيح لهذه المسألة من وجهة نظرنا، ومن خلال إستقرائنا لمهمة المؤسسة المؤتمنة التنفيذية، أن عملية الحفظ لابد أن تتضمن مختلف العمليات الإدارية المتعلقة بحفظ الحقوق المرتبطة بالأوراق باعتبارها عملية واحدة غير قابلة للتجزئة إذ لا يمكن تصور اتجاه نية المشرع نحو منح المؤسسة المؤتمنة اتخاذ مختلف

---

[1] العقود و عمليات البنوك التجارية ، د : علي البارودي ، منشأة المعارف (الإسكندرية) ص 268 و 269 . و سعيد سيف النصر – مرجع سابق- ص 289.

التدابير التنفيذية لتحقيق صالح المساهمين، و إسقاطه لمهمة ممارسة كافة الأعمال التي فيها حياة الأوراق المالية و استمرارها و التي لا يتم حفظ هذه الأخيرة بدونها.

3-المسؤولية القانونية للمؤسسة المؤتمنة عن أعمال التسيير.

يترتب على عدم إحترام الإلتزامات القانونية الملقاة على عاتق المؤسسة المؤتمنة عدة أنواع من المسؤولية يمكن إجمالها في ثلاثة هي : المسؤولية المدنية ، المسؤولية الجزائية، و المسؤولية التأديبية .

أ – المسؤولية المدنية.

لم يتم النص على المسؤولية المدنية للمؤسسة المؤتمنة من خلال الأمر 08/96 ، على عكس المشرع الفرنسي الذي حرص على النص على هذه المسؤولية من خلال المادة 15 من قانون 1988 والتي تقضي بأن تكون كل من شركة التسيير والمؤسسة المؤتمنة مسؤولين فرديا أو بالتضامن حسب الحالات، تجاه الغير وحاملي الأسهم أو الحصص عن كل مخالفة للمتطلبات القانونية أو التنظيمية وعن كل الأخطاء المرتكبة من طرفهم، وبإمكان المحكمة وبطلب من أحد حاملي الأسهم أو الحصص عزل مسيري شركة التسيير أو المؤسسة المؤتمنة، و عليه تقوم المحكمة بتعيين مسير مؤقت إلى حين التعيين الرسمي لمسيرين جدد و إذا لم يكن بالإمكان القيام بذلك فإلى حين التصفية، و هو ما نصت عليه المادة 48 في فقرتها الثانية والرابعة من القانون 1988 الفرنسي(1).

و نحن نعتقد بنظرنا أن هذا النص ما هو إلا تطبيق لنصوص المسؤولية العقدية المنصوص عليها بالقانون المدني ؛ بحيث تنشأ مسؤولية المؤسسة المؤتمنة العقدية إذا لم تقم بالمهمة التي تضطلع بها بموجب العقد التأسيسي لشركة الإستثمار، وهي حراسة ومراقبة الأصول، هذه المهمة التي تتلقى في مقابلها أجرا يحتسب ضمن مصاريف التسيير.

(1) ***Ecyclopédie Dalloz ,*** *P.Bezard* , op, cit P8.

ب – المسؤولية الجزائية.

زيادة على المسؤولية المدنية المترتبة عن عدم القيام بإلتزام الرقابة والحراسة المنوطان بالمؤسسة المؤتمنة، تقوم إلى جانبها المسؤولية الجزائية بموجب تشريع جنائي خاص جاء به الأمر 08/96 من خلال المادة 57 منه و التي تنص على معاقبة مسيري المؤسسة المؤتمنة و كل عون يعمل تحت سلطتهم، والذين يقومون بتنفيذ تعليمات شركة الاستثمار المخالفة للقانون بالحبس من شهر إلى 6 أشهر، وغرامة مالية يتراوح مبلغها من 40.000 دج إلى 400.000 دج أو بإحدى العقوبتين، وهي العقوبة التي تنظر فيها الجهات القضائية المختصة بموجب المادة 54 من نفس الأمر. وهو نفس التشريع الجنائي الخاص الذي نص عليه المشرع الفرنسي من خلال قانون 1979 المتعلق بشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، مع الأخذ بعين الإعتبار القانون الجنائي العام فيما يخص جرائم النصب و الاحتيال، بالإضافة إلى ما قد تحكم به لجنة عمليات البورصة من عقوبات مالية ذات طابع إداري على كل من يخالف الأنظمة،وهو ما حرص المشرع الفرنسي على تأكيده من خلال القانون رقم 531/89 الصادر في 2 أوت 1989 بالمادة 5 فقرة 2 و 3 منه[1]، و هو ما أغفله المشرع الجزائري بالأمر 08/96 فيما يتعلق بالمؤسسة المؤتمنة و اعتبر اللجنة تنظر فقط في مخالفات مسيري شركة الاستثمار بحسب المادة 53 منه، بالإضافة إلى أنه وفقا للمادة 48 من القانون 1988 الفرنسي فإن كل إدانة نهائية للمسيرين – سواء بالنسبة للمؤسسة المؤتمنة أو مؤسسة التسيير – تؤدي إلى عدم أهليتهم لأداء مهامهم، وعليه تقوم المحكمة بتعيين مدير مؤقت لهذه الأخيرة .

ج – المسؤولية التأديبية.

على عكس المشرع الجزائري، فقد حرص المشرع الفرنسي على النص على المسؤولية التأديبية لمسيري المؤسسة المؤتمنة، وتتضح الأهمية العملية للمسؤولية التأديبية إذا أخذنا بعين الاعتبار إحجام حاملي الأسهم والحصص في الكثير من الأحيان عن إقامة دعاوى المسؤوليتين السابقتين ومتابعتها، وعليه قد تبقى هاتين الدعوتين غير كافيتين لردع المسيرين، ولهذه الأسباب فقد نص المشرع الفرنسي بموجب المادة 33 فقرة 1 من قانون

---

(1) ***Ecyclopédie Dalloz*** , *P.Bezard* , op, cit p 9.

1988 بأن كل مخالفة للقوانين والأنظمة المطبقة على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وكل إخلال بالقواعد الخاصة بالمهنة والتي تؤدي إلى الإضرار بمصالح المساهمين هي محل عقوبات تأديبية[1]؛ و هو ما أدى إلى تأسيس مجلس تأديبي خاص يتكون من 9 أعضاء يعنون لمدة 4 سنوات ، من بينهم الرئيس المعين من قبل نائب رئيس مجلس الدولة ، و رئيس الجمعية التمثيلية لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، و عضوين يعينان بأمر من وزير الاقتصاد باقتراح من الجمعية الآنف ذكرها، و4 أعضاء يعينون بأمر من وزير الاقتصاد باقتراح من التنظيم التمثيلي لمؤسسات القرض ومجلس بورصة القيم المنقولة ، و عضو يعين من طرف رئيس لجنة عمليات البورصة، و هو الترتيب الذي نصت عليه المادة 33 من القانون 1988 الفرنسي .

أما عن الإجراءات فهو مجلس إما يتدخل تلقائيا أو بطلب من لجنة عمليات البورصة أو محافظ الحكومة (المادة 33 فقرة 3 من قانون 1988)، و القرار الصادر عن مجلس التأديبي قابل للطعن فيه أمام مجلس الدولة من تاريخ تلقي القرار برسالة موصى عليها في خلال شهرين[2]، و العقوبات التي قد يصدرها المجلس التأديبي تتراوح بين الإنذار ، التوبيخ ، المنع الكلي أو المؤقت لفترة معينة عن كل أو جزء من النشاط، كما يمكن فرض عقوبات مالية لا تتجاوز 5 ملايين فرنك فرنسي ، و هي مبالغ تودع في الخزينة العمومية .

إلا أنه و في إطار حكمنا على مدى إمكانية وجود مثل هذا المجلس التأديبي بالجزائر، فحسب رأينا تبقى هذه المسألة رهن تطور هيئات التوظيف الجماعي داخل المجتمع الجزائري ذاته ومدى نجاحها في أداء مهامها ميدانيا، والتي يكون كنتاج لتطورها ظهور هيئات تمثيلية لها كما هو الحال في فرنسا، و التي يترتب عنها لاحقا تبلور لمفاهيم أخلاقيات المهنة، و بالتالي ظهور مجلس تأديبي يضم مختلف الفعاليات المؤثرة في نشاط هذه الهيئات، ولذلك فعدم وجوده الحالي لا يشكل مسألة سلبية في طريق ظهور شركات الاستثمار، بل إن وجوده أساسا يرتبط بالوجود الفعلي لهذه الشركات و نجاحها وتطورها.

---

(1) ***Encyclopédie Dalloz*** , *P.Bezard* , op, cit p 10.

(2) **المرسوم 28 مارس 1990 الصادر عن لجنة عمليات البورصة الفرنسية بالمادة 7 من** , ***Encyclopédie Dalloz*** *P.Bezard* , op, cit p 10

و في الختام يمكن القول بأنه ورغم الأنواع المختلفة للمسؤوليات القانونية و الملقاة على عاتق المؤسسة المؤتمنة والتي لا تزال بحاجة إلى المزيد من التوضيح بالنسبة للتشريع الجزائري، إلا أنها قد تبقى نظرية و بلا جدوى إذا لم يتم التحديد الدقيق للإلتزمات المنوطة بالمؤسسة المؤتمنة ذاتها ، و التي يترتب عن الإخلال بها قيام مختلف المسؤوليات السابق بيانها، و هو الأمر الذي حرص عليه المشرع الفرنسي في الآونة الأخيرة ابتداء من سنة 1993 من خلال حرص لجنة عمليات البورصة على تحديد المهام التي تضطلع بها المؤسسة، و كذا تعزيز التعاون بين محافظي حسابات هذه الأخيرة ومحافظي حسابات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهو أمر إيجابي يصب في مصلحة المكتتبين و الغير المتعامل مع الشركة و التي نأمل أن تضطلع به لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها في الجزائر ، من خلال صلاحية إصدار اللوائح لتنظيم السوق المالية في سبيل تحديد أكثر للمسؤوليات .

المطلب الثاني :

الجزاءات المترتبة على مخالفة قواعد التسيير .

تتجلى صرامة الرقابة المفروضة على شركات الاستثمار ذات رأس المتغير من خلال الجزاءات المختلفة التي تتعرض لها إذا ما أسفرت هذه الرقابة عن مخالفات معينة أثناء التسيير، وهي عقوبات قد تتخذ الطابع الإداري بأن تكون صادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، أو ذات طابع قضائي و هو ما سنقوم بدراسته من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول:

الجزاءات الإدارية:

في سبيل تكريس سلطتها الرقابية فقد منح المشرع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها سلطة ممارسة التحقيقات اللازمة التي سبق و تطرقنا إليها بغرض التحقق من تطبيق هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة للوائح و التشريعات المتعلقة بنشاطها، وإذا ما أسفرت نتائج التحقيقات عن مخالفات جاز للجنة إصدار عقوبات مالية وتأديبية تصل إلى حد سحب الإعتماد، وهو ما سيكون موضوع دراستنا من خلال العنصر الأول، ونخصص العنصر الثاني لدراسة طرق الطعن في القرارات التأديبية للجنة.

1- أنواع الجزاءات و كيفية إصدارها:

لقد تعرض القسم الرابع من الباب الثالث من الأمر 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة للوظيفة التأديبية والتحكيمية المنوطة بلجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها حيث تم تحديد كيفيات إصدار الجزاءات المختلفة في المواد من 51 إلى 57 منه، ويتعلق الأمر في هذا الإطار بإنشاء غرفة تأديبية وتحكيمية داخل اللجنة تتكون بالإضافة إلى رئيس اللجنة ذاته الذي يتولى رئاستها، من عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة وقاضيين يعينهما وزير العدل يختاران بناء على كفاءتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.

و تختص الغرفة بالإضافة إلى المجال التأديبي المتعلق بالإخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة، بالمجال التحكيمي عن طريق دراستها لأي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين و اللوائح السارية على نشاط البورصة، وقد وضحت المادة 57 بأن الغرفة تنظر في الإشكالات القائمة بناء على طلب من أحد الجهات التالية:

1- بطلب من اللجنة ذاتها.
2- بطلب من المراقب المذكور بالمادة 46 من الأمر 10/93.
3- بطلب من الأطراف المذكورين بالمادة 52 من ذات الأمر ومن بينهم الوسطاء في عمليات البورصة و الشركات المصدرة للأسهم.
4- بناء على تظلم من أي طرف له مصلحة.

ويعتبر حق الدفاع مكفولا بناء على المادة 56 التي تمنع إصدار أي عقوبة قبل الاستماع لممثل المتهم ما لم يستدع قانونا للإستماع إليه، بينما عددت المادة 55 العقوبات التي تصدرها الغرفة و هي تتراوح ما بين:

1-الإنذار.
2-التوبيخ.
3-حظر النشاط كله أو جزء منه مؤقتا أو نهائيا.
4- سحب الاعتماد.

هذا بالإضافة إلى إمكانية فرض غرامات لا تتجاوز 10 ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم المتوقع تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب.

وتجدر الإشارة إلى أن كل المواد التي سبق وأن تطرقنا إليها قد تمت الإحالة إليها بمقتضى المادة 53 من الأمر 08/96 والتي أهلت الغرفة التأديبية والتحكمية للنظر في كل مخالفة للالتزامات المهنية وأخلاقيات المهنة التي يرتكبها مسيرو شركة الاستثمار، وكذلك كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها،و بالرجوع للتشريع الفرنسي في هذا الإطار نلاحظ أن السلطة المؤهلة بإصدار عقوبات تأديبية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة هي المجلس التأديبي الذي سبق و تطرقنا إليه من خلال دراستنا لموضوع مسؤولية المؤسسة المؤتمنة ، هذا الأخير الذي يضطلع حسب المادة 33 من القانون 1988 الفرنسي بالمعاقبة عن كل مخالفة للقوانين و الأنظمة المطبقة على هذه

الهيئات بما فيها شركات الاستثمار، و عن كل إخلال بالقواعد الخاصة بالمهنة و التي تؤدي إلى الإضرار بمصالح المساهمين[1].

2- طرق الطعن في القرارات التأديبية للجنة :

لقد جاءت المادة 17 من القانون 04/03 المعدل و المتمم للأمر 10/93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة لترفع اللّبس الذي كان سائدا[2] من خلال تعديلها للمادة 57 والتي أصبحت تنص على اعتبار قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي قابلة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة في خلال شهر واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج، هذا الطعن الذي يجب بدوره أن يحقق و يبث فيه في خلال أجل 6 أشهر من تاريخ تسجيله .

وفي هذا الإطار فقد إستلزمت التعليمة الأوروبية رقم 611/85 السابق ذكرها في مادتها 51 أن تكون قرارات لجنة عمليات البورصة في جميع الأحوال قابلة للطعن فيها قضائيـــا[3] ، و هو الأمر الذي لم يحتج فيه المشرع الفرنسي لتعديل قوانينه الداخلية تماشيا مع هذه الأخيرة نظرا لأن القواعد العامة لسير البورصة الفرنسية و المحددة بقانون 1967 لاسيما المادة 12 منه[4] تضع قرارات اللجنة المتعلقة بالاعتماد الخاص بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة والتنظيمات الصادرة عن اللجنة للطعن بها أمام القضاء الإداري الفرنسي، و إعتبرت أن هذا الطعن ليس له أي أثر موقف لقرار ، أما باقي القرارات لاسيما المتعلقة بالعقوبات المالية فهي راجعة للطعن فيها أمام القضاء و تحديدا مجلس قضاء باريس ، بينما الطعن في القرارات التأديبية الصادرة عن مجلس التأديب فيتم الطعن فيها حصريا أمام مجلس الدولة ، هذه الحالة الأخيرة التي تماشى معها المشرع الجزائري من دون تفرقة ما بين العقوبات المالية والتأديبية ، و هو ما يعتبر من وجهة

---

(1) ***Ecyclopédie Dalloz*** , *P.Bezard* , op, cit p9

(2) حيث نصت المادة 57 السابقة على أن تفصل الغرفة بحكم لا معقب عليه كما هو الشأن في مجال القضايا المستعجلة ، بينما من خلال فقرتها الثانية جعلت قرارات الغرفة قابلة للطعن فيها أما الغرفة الإدارية التابعة للمجلس القضائي .

(3) ***Ecyclopédie Dalloz*** , *P.Bezard* , op, cit p14.

(4) ***Ecyclopédie Dalloz***, *M.C. Robert* ,op, cit , p 20

نظرنا أمرا إيجابيا نظرا لعدم وجود ضرورة عملية لجعل العقوبات المالية خاضعة للطعن فيها أمام القضاء العادي من جهة، كما أن التعقيد التشريعي فيما يتعلق بمسائل الاختصاص لا يخدم سهولة التقاضي على حد سواء .

الفرع الثاني:

الجزاءات القضائية:

بغرض توفير حماية أكثر للمساهمين، فقد سعى المشرع إلى وضع قواعد عقابية خاصة بالمخالفات التي يرتكبها مسيرو شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير أثناء التسيير نظرا لإرتباط نشاط هذه الأخيرة بصفة حصرية بالبورصة من جهة، و لضخامة رأس المال الذي تتوصل لجمعه من الادخار العام من جهة أخرى، هذا بالإضافة إلى القواعد العقابية العامة التي تسري على باقي أنواع الشركات كجرائم النصب والاحتيال واختلاس الأموال وغيرها.

وتتعلق هذه القواعد العقابية الخاصة بمخالفة قاعدتين من قواعد التسيير يعتبر تجريمهما تبيانا لأهميتهما في الواقع العملي، و هما نشر المعلومات و إحترام تخصص الشركة، واللتين يرجع الاختصاص بالنظر فيهما إلى الجهات القضائية العادية بحسب المادة 54 من الأمر 08/96.

1- الجزاءات المترتبة عن عدم نشر المعلومات:

قد أولى المشرع الجزائري على غرار نظيره الفرنسي أهمية بالغة لمسألة نشر المعلومات، الأمر الذي تمت ترجمته من خلال عقوبات مالية يقررها القضاء إذا ما ثبت عدم القيام بنشر هذه الأخيرة أو نشرها خارج الآجال القانونية و في هذا الإطار تنص المادة 55 من الأمر 08/96 " يعاقب مسيرو (ش إ ر م م) أو مسيرو (ص م ت) الذين لم يقوموا في الآجال القانونية بنشر المعلومات المطلوبة من (هـ ت ج ق م) بغرامة مالية يتراوح مبلغها من 50000 دج إلى 100000 دج " بينما نصت المادة 56

على عقوبة مسيري هذه الهيئات الذين لم يقوموا أصلا بنشر هذه المعلومات و التي تتمثل في غرامة يتراوح مبلغها من 150000 دج إلى 500000 دج ، و في حين وصف المشرع الجزائري هذه الجرائم بالمخالفات وفقا للمادة 54 من الأمر 08/96 ، فقد وصفها المشرع الفرنسي بالجنح وفقا لقانون 1979 الخاص بشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير[1]، كما وقد جاء وصف الجنحة ذاتها أكثر تفصيلا ، حيث نصت المادة 21 منه على المعاقبة بغرامة يتراوح مبلغها من 2000 إلى 60000 فرنك ، كل من الرئيس المدير العام و كذلك المدراء العامون الذين لم يجروا أشكال النشر التالية :

- إشهار تشكيلة نشاط الشركة في خلال 6 أسابيع بعد إنتهاء 3 أشهر من النشاط.
- إشهار نتائج الأرباح و الميزانية قبل 30 يوما على الأقل من اجتماع الجمعية العامة السنوية الخاصة بالمصادقة على حسابات الشركة.

3- الجزاءات المترتبة على عدم احترام تخصص الشركة:

يعتبر الغرض الحصري لشركات الإستثمار المتعلق بتأسيس و تسيير محفظة القيم المنقولة أهم سبب لوجود تشريع قانوني خاص بهذه الشركات يخرج في الكثير من حالاته عن القواعد العامة المتعلقة بشركات المساهمة سواء من ناحية التأسيس و الإدارة ، حتى أساليب الرقابة و الأحكام القانونية الخاصة برأس المال ، و على هذا الأساس كان التقيد بهذا الغرض الحصري أمرا في غاية الأهمية ، هذه الأهمية التي ترجمها المشرع إلى عقوبات مالية يرجع للقضاء تقريرها في حق المسيرين إذا ما خرجوا عن الغرض المرسوم لهذه الشركات و الذي يحدد أهليتها القانونية، و عليه فقد نصت المادة 56 من الأمر 08/96 " يعاقب مسيرو (ش إ ر م م) .... الذين قاموا بعمليات غير تلك التي تخص تسيير حافظة قيم منقولة و سندات أخرى، أو الذين قاموا ببيع سندات لا تملكها (هـــ ت ج ق م) بغرامة يتراوح مبلغها من 150000 إلى 500000 دج ".

---

(1) ***Juris classeur*** , *M.Jeantin* , op, cit.

والملاحظ على هذا النص، عدم توضيحه لمفهوم السندات الأخرى التي قد تكون خارجة عن تسيير محفظة القيم المنقولة بحسب صياغة المادة، زيادة على تقرير العقاب على كافة المسيرين للشركة من دون تحديد لمركزهم الإداري في الشركة، وهي الملاحظة التي تحسب على كافة القواعد العقابية الواردة بالأمر 08/96 ، بينما جاء التشريع الفرنسي أكثر تفصيلا حيث نصت المادة 20 من قانون 1979 على معاقبة كل من رئيس مجلس الإدارة و المدراء العامون بغرامة تتراوح ما بين 2000 إلى 60000 فرنك إذا ما ارتكبوا إحدى الجنح الثلاث التالية[1]:

- إقتراض قيم منقولة.
- بيع قيم منقولة لا تملكها الشركة.
- وأخيرا القيام بعمليات مالية أو صناعية أو تجارية خارجة عن إطار تسيير محفظة قيم منقولة.

[1] ***Juris classeur*** , *M.Jeantin* , op, cit.

خاتمة الفصل الثاني

في ختام هذا الفصل تتبين لنا الخصوصية القانونية للتسيير المالي لشركة الإستثمار لاسيما فيما يتعلق بتغير رأسمالها و مدى تماشي هذا الأمر مع اتخاذها لشكل شركة المساهمة، وهو الشكل الأكثر أهمية من بين شركات الأموال التي يعد رأسمالها الضمان الوحيد للدائنين على اعتبار مسؤولية الشركاء المحدودة بما يساهمون به في مبلغ راس المال، و هو ما دفع بالمشرع إلى وضع العديد من الضوابط لهذا التغيير حتى يكون في إطار قانوني و مقبول، بالإضافة إلى مجموعة القيود المفروضة على تشكيلة محفظة القيم المنقولة التي تضطلع بتكوينها و تسييرها، و ذلك حتى لا تتحول عن الغرض الحصري لها نحو أغراض أخرى تتمثل بصورة رئيسية في السعي للسيطرة على إدارة الشركات و هو الأمر المنوط بالشركات القابضة و التي لها قوانينها الخاصة، أو سعيها من جهة أخرى لتمويل المشاريع بقدر كبير من المجازفة و التي تعتبر من مهام بنوك الأعمال، و لذلك فقد وضعت مختلف التشريعات ضوابط قانونية تحكم النشاط الحصري لشركات الإستثمار حتى لا تجنح إلى غيره من الأغراض، كما و قد كانت للرقابة المفروضة على هذه الشركات اهمية خاصة والتي تبينت لنا من خلال الهيئات القائمة بهذه المهمة و المتمثلة في كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها بما لها من سلطات واسعة من حيث التحقيق و سن الأنظمة المختلفة التي تحكم نشاط هذه الأخيرة، زيادة على المؤسسة المؤتمنة باعتبارها الحائز الفعلي لمحفظة القيم المنقولة، و ما يترتب عن هذه الرقابة المتعددة الأوجه من عقوبات خاصة تضاف إلى ما تنص عليه القواعد العامة التي تحكم باقي أنواع الشركات.

خاتمـــة البحـــث:

في ختام هذا البحث، ومن خلال مراحله المختلفة التي اتبعنا في دراستها للمنهج المقارن، نلاحظ أن هذه المقارنة قد أتت بثمارها من خلال الخروج بعدة نتائج و توجيهات وانتقادات بناءة تدور حول العناصر الثلاث التي ضمناها إشكالية البحث والتي تتعلق بخصوصية هذه الشركة بالنظر لباقي أنواع الشركات، وتأثير هذه الأخيرة في الاقتصاد الوطني والادخار العام، بالإضافة للضوابط القانونية الواجب توافرها في أدائها لنشاطها المصري المتعلق بتكوين وتسير محفظة قيم منقولة بحيث تؤدي الأهداف المرجوة من هذا النشاط من دون تعسف أو انحراف.

وتتميز شركات الاستثمار في التشريع الجزائري بأنها بالضرورة ذات رأس مال متغير، وهي تأخذ حصريا شكل شركة مساهمة، وهو ذات ما تبناه المشرع الفرنسي في تنظيمه لأحكام هذه الشركة، بينما كانت تشريعات أخرى أقل صرامة في هذا الإطار بأن سمحت لشركة الاستثمار اتخاذ شكل شركة توصية بالأسهم وهو حال كل من المشرع المصري و الأردني، وقد راح المشرع الأمريكي إلى أبعد من ذلك بأن ترك مطلق الحرية للمؤسسين لاختيار الشكل الأنسب لهذه الشركة وكذا تغير رأس مالها من عدمه، إلا أنه يبقى الشكل القانوني الأفضل لتحقيق الغاية المنشودة من تأسيس شركات الاستثمار هو اتخاذ شكل شركة المساهمة لما يتيحه من طرح حجم كبير من الأسهم التي تتداول بسهولة بين أكبر شريحة ممكنة من الجمهور من خلال البورصة وهو ما يشجع الإدخار العام، بالإضافة إلى تحقيق عنصر التنوع اللازم في محفظة القيم المنقولة وهو الأمر الذي يحتاج إلى رأس مال ضخم نسبيا، مما يجعل الشكل الأنسب هو شركة المساهمة لقدرتها على تجميع رؤوس أموال ضخمة.

إلا أن المفارقة في هذا الإطار هي أن اتخاذ شكل شركة المساهمة يتعارض نظريا مع قابلية رأس المال للتغير نظرا لأن هذا الأخير يعد الضمان العام والوحيد لدائني الشركة أمام مسؤولية الشركاء المحدودة، غير أن الرغبة الملحة من طرف المشرعين

لجعل شركات الاستثمار أداة لجلب أكبر عدد ممكن من الجمهور للتعامل في البورصة أمر إستدعى مرونة أكثر لتوفير باب سهل للدخول و الخروج من هذه الأخيرة، وهو ما أدى إلى إضفاء صفة تغير رأس المال على شركة الاستثمار المساهمة، مع وضع قيود على هذا التغيير في بعض الأحيان بحيث يتم ضمان عدم التعسف في هذا الإطار وحفظ حقوق الغير المتعامل مع الشركة.

وتخضع شركات الاستثمار أثناء تأسيسها وإدارتها إلى نوعين من القواعد: قواعد خاصة تضمنها قانون شركات الاستثمار، وهي قواعد صارمة تتقيد بها هذه الشركات تقيدا شديدًا، وقواعد الشريعة العامة للشركات ولاسيما شركات المساهمة في كل ما لم يرد به نص خاص في قانون شركات الاستثمار، وهو ما يجعل مسألة تأسيسها وإدارتها مسألة معقدة نسبيا نظرا لكونها تدور في فلك جملة من الإجراءات والمتطلبات القانونية العامة والخاصة.

والملاحظ كذلك أن أسلوب تأسيس شركات الاستثمار يكون دائما باللجؤ العلني للإدخار، وهو الأمر الذي تقتضيه طبيعة رأس مالها المتغير، وكذا غرضها الذي نشأت من أجله والمتمثل في تشجيع الاستثمار في القيم المنقولة والذي لا يمكن أن يتحقق إذا تأسست من دون اللجؤ العلني للادخار.

وتلقي رقابة الدولة والممثلة في لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بظلالها على كل مراحل التأسيس، إبتداءً من إشتراط الحصول على الاعتماد من طرف هذه الأخيرة وإيداعه رفقة مشروع القانون الأساسي لدى المركز الوطني للسجل التجاري، إنتقالا إلى خضوع النشرة المتضمنة لإعلان الإكتتاب إلى تأشيرة هذه اللجنة، إنتهاءً بتقدير الحصص العينية والذي يقوم به محافظ الحسابات الذي يختار على أساس قائمة تعدها لجنة عمليات البورصة، وفي مقابل ذلك فإن مرحلة اجتماع الجمعية التأسيسية للمساهمين والتي تستلزمها القواعد العامة لاستكمال إجراءات تأسيس الشركات المساهمة تتلاشى أهميتها إذا تعلق الأمر بتأسيس شركات الاستثمار نظرا لطبيعة رأس المال المفتوح الذي يجعل المكتتبين يتغيرون باستمرار، وكذا نوعية المكتتبين والذين يصنفون ضمن صغار المدخرين، مما يجعل الاستعاضة عن هذه المرحلة بوجود إشهار أولي لتأسيس الشركة

يتضمن مختلف البيانات حولها بما فيها بيانات المؤسسة المؤتمنة التي ستودع لديها محفظة الاستثمار، بالإضافة للحصول على ترخيص بذلك يكرس رقابة الدولة بدلا من رقابة المكتتبين يعد أمر عملي أكثر وفي غاية الإجابية.

كما وتتميز مرحلة التأسيس بتقليص الآجال القانونية اللازمة لكل مرحلة من المراحل فيما يخص شركات الاستثمار، وذلك تسريعا لبدء المشروع الذي يهدف إلى تحقيق أكبر ربح ممكن لصغار المدخرين، بالإضافة لتفادي النتائج الوخيمة للفشل المحتمل خلال مراحل التأسيس إذا طالت المهل القانونية لاستكمالها ولمنع أي محاولة للتحايل خلالها وهو ما يعد زيادة في لضمان لتشجيع الاكتتاب العام.

وتعتبر الجزاءات المختلفة المنصوص عليها رادعا قويا اتجاه المؤسسين يدفعهم إلى احترام الإجراءات القانونية الواجب إتباعها لتأسيس شركة الاستثمار، غير أن العمومية وعدم الوضوح في النصوص يجعل الثغرات القانونية جد واضحة في هذا الإطار لاسيما إذا تعلق الأمر بالحكم ببطلان الشركة في حال عدم حصولها على الاعتماد اللازم لتأسيسها، بالإضافة إلى كثافة القواعد العقابية المسلطة على المؤسسين والتي تتراوح ما بين تلك المنصوص عليها بموجب القواعد العامة ضمن قانون العقوبات، مرورًا بالعقوبات الواردة ضمن قانون بورصة القيم المنقولة، وصولا على العقوبات الواردة بقانون هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ويبدو عدم الجدية في التنسيق بين كل من القواعد العامة والقواعد الخاصة بشركات الاستثمار أكثر وضوحا إذا تعلق الأمر بالأجهزة الإدارية للشركة، حيث يعتبر الاستمرار في اشتراط توفر نصاب أسهم الضمان لدى أعضاء مجلس الإدارة في شركة الاستثمار أمر يتعارض مع الطابع المفتوح لرأس مال الشركة، لذا يستحسن الإقتداء بالمشرع الفرنسي في هذا الإطار وإعفاء الأعضاء من هذا الشرط، بالإضافة إلى استمرار إعطاء الخيار للمؤسسين في الاختيار بين شكل الإدارة التقليدي أو اتخاذ مجلس المديرين، هذا الأخير الذي يعمل وجوبا تحت رقابة مجلس المراقبة والذي يشترط أن يمتلك أعضاؤه بدورهم 20% من أسهم الضمان وهو ما يعتبر أمرًا في غاية السذاجة ،وذلك لعدم تماشي هذا الشكل أساسا مع طبيعة رأس المال المفتوح للشركة، مما يجعل اتخاذ شكل الإدارة

التقليدي والمتمثل في مجلس إدارة عادي هو الشكل الوحيد المناسب لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.

وإذا أردنا إبراز الجوانب الإيجابية لانعقاد الجمعية العامة لشركة الاستثمار نلاحظ أن تقليص المهل القانونية لانعقاد هذه الأخيرة يعتبر حماية للمساهمين من أي تلاعب الحسابات لاسيما إعادة استثمار الأرباح في عمليات لاحقة أمام الطابع التوزيعي الذي تتخذه وجوبا هذه الشركات، وفي مقابل ذلك نلمس إغفال المشرع الجزائري الاهتمام بمسألة إعلام المساهمين حتى تكون مشاركتهم إيجابية داخل الشركة بالإضافة إلى إجازته عقد الجمعية حتى في حالة عدم بلوغ النصاب القانوني، مما يوحي بالتقليل من أهمية دور المساهمين في إدارة الشركة، وذلك على عكس المشرع الفرنسي الذي أعطى المسألة جانب كبير من الأهمية، إلا أنه حسب رأينا ورغم المحاولات التشريعية لتفعيل دور صغار المساهمين إلا أن طبيعة رأس المال المفتوح تؤدي بالضرورة إلى تشتت أكبر للأصوات مما يصب في مصلحة المسيطرين على إدارة الشركة.

وتعتبر من أهم الضمانات الواجب توفيرها للمكتتبين في شركة الاستثمار الحق في الإعلام المتواصل بنشاط هذه الأخيرة، وهي الوظيفة التي يسهر على تنفيذها محافظ الحسابات بما لديه من حياد من خلال إطلاعه الجمعية العامة على كل ما يصل إلى علمه من أخطاء، ومن جهة أخرى فهو يلعب دور الوسيط بين الشركة ولجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كهيئة رقابية على هذه الأخيرة، وعليه تعد وظيفته داخل شركة الاستثمار جد هامة وحساسة لكونها تتمحور حول مهمتي الإعلام والمراقبة، إلا أن مهامه في التشريع الجزائري تبقى مجرد مهام عامة وغير محددة على وجه الدقة، كما أن أسلوب تعيينه لا يضمن حياده بأي شكل من الأشكال.

وبالرجوع إلى مسألة تغير رأس المال نلاحظ أنه وعلى عكس التشريع الفرنسي، لا توجد في التشريع الجزائري نصوص قانونية تفصيلية تشرح بدقة كيفيات وحدود تغيرات رأس المال على أساس احتفاظ المشرع الجزائري بمبدأ ثبات رأس المال في التشريع التجاري، وهو ما يجعلنا نتساءل حول عدة أمور قانونية كتوقيت الانسحاب من الشركة وشروطه لما قد ينطوي عليه هذا الأمر من تعسف، كما أن تبني التشريع الجزائري

للنموذج الأنجلو أمريكي فيما يخص تشكيلة رأس المال، وذلك باعتماده لأصحاب الأولويات داخل شركة الاستثمار من خلال سكوته عن طرح هذه الأخيرة للأسهم الممتازة والسندات، والتي تشكل عنصر مضاربة بالنسبة لحملة الأسهم العادية بما يتعارض مع سياسة شركة الاستثمار القائمة على توفير أكبر قدر ممكن من الأمن والمردودية للمدخرين، وهو ما لا يتماشى مع واقع سوق المال الجزائري القليلة النشاط والاستقرار مما يؤدي إلى الضعف الشديد في الثقة الواجب توفرها في شركة الاستثمار لتشجيع الإدخار العام.

ويعتبر الإغفال التام لتقنين تشكيلة محفظة القيم المنقولة لشركة الاستثمار من قبل المشرع الجزائري، أمر يجعل هذه الأخيرة قابلة في أي لحظة من لحظات نشاطها لأن تتحول إلى شركة قابضة من خلال سيطرتها على رأس مال منشأة معينة، وكذا انحرافها نحو تمويل مشاريع في طور الإنشاء مما يشكل مجازفة في غاية الخطورة على مساهمات المدخرين بالإضافة إلى عدم احترامها للمعايير الاقتصادية للنشاط والتي تتطلب حدا أدنى من التنوع داخل التشكيلة لتحقيق المردودية اللازمة من الاستثمار في القيم المنقولة، وكذلك حتى لا تسبب في الاضطراب داخل البورصة، كما يعتبر ترك مسألة تحديد الظوابط القانونية للتسيير للائحة تصدر عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أمر يؤدي إلى ربط هذه الشركات بالسياسات الحكومية المتعاقبة مما يجعلها بعيدة عن تحقيق أهدافها الاقتصادية المرجوة، وهو ما أبرزته مختلف التجارب لاسيما التجربتين الأمريكية والفرنسية، إلا أنه في الجانب التمويلي الذي قد تجنح إليه شركات الاستثمار نعتقد أنه يستحسن أن يكون المشرع متحررًا إلى حد ما بحيث يسمح لهذه الأخيرة بالاتجاه نسبيا نحو هذه الوجهة وهذا بهدف دفع الاقتصاديات العامة للبلاد نحو الأمام من خلال دعم تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة النشأة وذلك على غرار ما اتجه إليه المشرع الأمريكي والبريطاني.

ويعد تحديد قواعد واضحة عن طريق إيلاء العناية اللازمة لمسألة إعلام المساهمين داخل شركات الاستثمار مسألة جوهرية أثبت الواقع أهميتها، ذلك أنها تحقق هدفا مزدوجا يتعلق أولهما بإعطاء رؤية واضحة للمكتتبين والراغبين في الاكتتاب حول نشاط الشركة

وسياساتها العامة والمستقبلية، ومن جهة ثانية فهي تعتبر ضمان لشفافية نشاطها بالنسبة للهيئات العمومية بحيث يتم التأكد من استقرار نشاطها مما يؤدي إلى تفادي أي إضطراب داخل السوق المالية وكذا التأكد من مدى تماشي هذا النشاط مع المصالح الاقتصادية العامة للدولة.

واللافت للنظر في هذا الإطار، أن سياسات الخوصصة قد ألقت بظلالها على النظام القانوني لشركات الاستثمار، وذلك من خلال إغفال النص على نظام ضريبي خاص لهذه الشركات على غرار باقي التشريعات المقارنة، والاحتفاظ بالقواعد العامة المتعلقة بهذا الشأن هذه القواعد التي لا يرد بشأنها إعفاءات إلا ما ورد منها بالأمر 01-03 المتعلق بتطوير الاستثمار، وبصفة خاصة إذا تعلق الأمر بنشاط يندرج ضمن استعادة نشاط في إطار خوصصة جزئية أو كلية، وهو الأمر الذي يكرس إصرار المشرع الجزائري على جعل هذه الشركات مجرد أداة لإنجاح سياسات الخوصصة وهو ما ينعكس سلبا على الإدخار العام، لعدم إعطاء أولوية للحماية اللازمة لتحقيق مردودية معقولة ومضمونة، خصوصا مع انعدام أية ظوابط قانونية تذكر للتوزيع الذي يجب أن تكون عليه محفظة هذه الشركات.

ونظرا لحساسية النشاط الذي تضطلع به شركات الاستثمار وتأثيره المباشر على نشاط السوق المالية، فقد تعدت أوجه الرقابة على هذا النشاط وبصفة خاصة رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي تعد كهيئة إدارية وصية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهي في إطار ذلك تمارس عدة سلطات على شركات الاستثمار تتراوح ما بين التحقيقات المختلفة حول النشاط وإصدار الأنظمة التي تحكم هذا الأخير، إنتهاء بسلطات عقابية في حال مخالفة هذه الأنظمة، كل ذلك في إطار مهمتها التي تتمثل في حماية الإدخار العام، وكذا الحفاظ على نشاط السوق المالية واستقرارها.

وقد كرست الرقابة على شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير من خلال إدخال طرف ثالث في العلاقة ما بين الشركة و المكتتبين وهو المؤسسة المؤتمنة، وهذا على غرار جل التشريعات المقارنة وذلك من خلال إيداع القيم المنقولة المكونة للمحفظة لدى هذه المؤسسة وهو الأمر الذي يهدف بصفة أساسية إلى ضمان عدم صورية نشاط

الشركة وعدم السعي لتحقيق أهداف أخرى غير المصلحة المشتركة، زيادة على ضمان مطابقة حجم النشاط لمبلغ رأس المال خاصة وأنه رأس مال متغير، وزيادة على مهمة هذه المؤسسة الرقابية فإن لها مهمة أخرى تنفيذية قد تضطلع بها بالإضافة لإلتزامها بحفظ موجودات المحفظة، إلا أن مسألة توضيح حدود هذه المهام ومدى هذه المسؤوليات تبقى بحاجة إلى عناية أكثر من طرف المشرع وذلك تفاديا لتداخل المهام ما بين شركة الاستثمار والمؤسسة المؤتمنة مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التسيير بدون مبرر، وهو ما لا يصب في مصلحة صغار المدخرين.

ورغم هذا الدور الكبير الذي تلعبه المؤسسة المؤتمنة واقعيا في نشاط شركات الاستثمار إلا أن المشرع الجزائري قد استبعد إمكانية وجود رقابة على هذه المؤسسة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ولا حتى إمكانية توقيع جزاءات إدارية معينة في حال مخالفتها لأحكام التسيير المطلوبة، خاصة في ظل عدم التحديد الدقيق للمسؤوليات ولا للإلتزامات المنوطة بها، وكذا عدم وجود هيئة تأديبية والتي هي وليدة تطور هيئات التوظيف الجماعي ذاتها داخل المجتمع على غرار تلك الموجودة بفرنسا، والتي تضطلع بالنظر في العقوبات التأديبية ضد كل مخالف للقوانين والأنظمة المطبقة على هذه الهيئات بدون استثناء.

ويعد توحيد المشرع لطرق الطعن في القرارات الصادرة ضد شركة الاستثمار وجعلها خاضعة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة أمر إيجابي كونه يخدم سهولة التقاضي، وهو عكس ما توجه إليه المشرع الفرنسي من خلال تفرقته ما بين العقوبات المالية وتلك الخاصة بالاعتماد الممنوح لهيئات التوظيف الجماعي بأن جعل الأولى خاضعة للطعن فيها أمام القضاء العادي بينما تخضع الثانية للطعن أمام القضاء الإداري، وجعل قرارات مجلس التأديب خاضعة للطعن بها حصريا أمام مجلس الدولة، وهو ما لا يشكل أهمية عملية من وجهة نظرنا بقدر ما يعقد إجراءات التقاضي على الخصوم.

ويتضح لنا كذلك إصرار المشرع الجزائري على نشر المعلومات المطلوبة في موعدها واحترام تخصص الشركة من خلال انعكاس ذلك على سن قواعد عقابية خاصة بشركات الاستثمار تتمحور حول مخالفتها لتطبيق قواعد النشر اللازمة، أو خروجها في

نشاطها عن الغرض الحصري لها أثناء حياتها، غير أن الملاحظ على هذه القواعد عدم تحديدها الدقيق للمسيرين المعنيين بهذه العقوبات وبيان درجتهم الإدارية وذلك على خلاف المشرع الفرنسي الذي وضح ذلك بصورة دقيقة.

ولذلك ونظرا لكل ما سبق بيانه، فإننا نرى أن أهم دعوة يمكن أن نتوجه بها إلى المشرع الجزائري في إطار سعيه لتفعيل دور السوق المالية الجزائرية في تحريك جمود الاقتصاد الوطني، الاهتمام أكثر بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ومن بينها شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، والإبتعاد عن جعلها مجرد أدوات لتحقيق سياسات مرحلية معينة بأن يخطط لها لتكون ميكانيزمات اقتصادية تساعد في تنشيط الاقتصاد، ذلك أن واقع هذه الشركات الهامة في الجزائر لا يزال معدوما حيث عمليا لم تنشأ لحد الآن أي شركة استثمار جزائرية وهو الانعكاس السلبي للمنظومة القانونية لهذه الأخيرة التي لا تزال غير مكتملة لحد الآن خصوصا من جانب النظام الضريبي المتميز والخاص بهذه الشركات والذي يعد حافزًا مهما لقيام هذه الأخيرة، لذا فيبدو لنا جليا وجوب أن يبادر المشرع إلى إرساء قواعد هذا النظام بطريقة واضحة وفي أقرب الآجال لتمهيد السبيل أمام هذه الشركات لتجد طريقها إلى النور.

تم بعون الله.

الملاحق

الملحق رقم 1

العدد 03 .... 19 شعبان 1416

أمر رقم 96 -08 **مؤرخ في** 19 **شعبان عام** 1416 **الموافق** 10 **يناير سنة** 1996 يتعلق *بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (هــ.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م)و(ص.م.ت).*

إن رئيس الجمهورية

....

....

....

و بعد مصادقة المجلس الوطني الانتقالي يصدر الأمر نصه:

المادة الأولى: يحدد هذا الأمر قواعد تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وتسييرها (ه ت. ج.ق.م)

تتألف هذه الهيئات من صنفين من المؤسسات هما:

- شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير (ش.إ.ر.م.م)
- الصندوق المشترك للتوظيف (ص.م.ت)

البـــــاب الأول:
شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير (ش.إ.ر.م.م)

الفصـــــل الأول
التعـــــريف و الهـــــدف

المادة 2: شركة الاستثمار ذات رأس مال متغير، المسماة فيما يأتي (ش.إ.ر.م.م) هي شركة أسهم هدفها تسيير حافظة القيم المنقولة و سندات دين قابلة للتداول.

تخضع هذه الشركة لأحكام القانون التجاري في كل ما لم يتم تحديده بمقتضى هذا الأمر.

المادة 3: تصدر أسهم الشركة و يعاد شراؤها، في كل وقت، بناء على طلب أي مكتتب أو مساهم، بقيمة تصفوية، بضاف إليها أو تخصم منها نفقات و عمولات، حسب الحالة.

يمكن لجنة التنظيم و مراقبة عمليات البورصة المنصوص عليها في المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 93- 10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 و المذكور أعلاه، أن تحدد، بموجب لائحة ووفق مقتضيات السوق، دورية إصدار هذه الأسهم و إعادة شرائها.

توضح لجنة التنظيم و مراقبة عمليات البورصة كيفيات حساب القيمة التصفية.

المادة 4: يمكن قبول أسهم (ش.إ.ر.م.م) ضمن تسعيرة بورصة القيم المنقولة حسب الشروط التي تحددها (ل.ت.م.ع.ب).

المادة 5: تخضع (ش.إ.ر.م.م) للقواعد الآتية:

1. لا تتضمن الأسهم التي تصدرها الشركة حق أفضلية الاكتتاب في زيادات رأس المال.
2. لا تخضع التنازلات عن الأسهم إلى شرط موافقة المساهمين.
3. يجب تسديد الأسهم بأكملها عند اكتتابها
4. تعقد الجمعية العامة خلال الأربعة 4 أشهر من إقفال السنة المالية.
   و يجوز عقدها حتى في حالة عدم بلوغ النصاب.
5. يجب أن تدفع المبالغ القابلة للتوزيع خلال ستة 6 أشهر كأقصى أجل، بعد إقفال السنة الحسابية.
6. يجوز القيام بتغيرات رأس المال دون أجل محدد و بقوة القانون، مع مراعاة القوانين الأساسية وأحكام المادتين 11 و 12 من هذا الأمر.

الفصـــــل الثـــــاني
التـــــأسيس

المادة 6: لا يمكن تشكيل ش.إ.ر.م.م إلا إذا اعتمدت (ل.ت.م.ع.ب) مسبقا قوانينها الأساسية.

تحدد شروط اعتماد ش.إ.ر.م.م عن طريق لائحة من (ل.ت.م.ع.ب)

يجب أن يكون قرار اللجنة مبررا في حالة رفضها الاعتماد

يحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملا في الطعن المنصوص عليه في التشريع الساري المفعول.

المادة 7: يجب على (ش.إ.ر.م.م) أن تقوم بالإجراءات المتعلقة بتأسيس شركات الأسهم في مدة أقصاها ثلاثة 3 أشهر من اعتماد قوانينها الأساسية.

المادة 8: لا يجوز أن يكون رأس المال الأصلي في (ش.إ.ر.م.م) أقل من المبلغ المحدد بموجب مرسوم تنفيذي.

الفصـــــل الثـــــالث
التسييـــــر

المادة 9: يساوي رأس مال (ش.إ.ر.م.م) في أي وقت، قيمة الأصل الصافي بعد خصم المبالغ القابلة للتوزيع.

تحدد كيفيات حساب الأصل الصافي في ش.إ.ر.م.م والنتيجة الصافية وكذلك المبالغ القابلة للتوزيع بموجب لائحة من ل.ت.م.ع.ب

المادة 10: يمكن أي شخص طبيعي أو معنوي أن يشارك في رأس مال الشركة بشراء أسهم جديدة، وله الحق في إعادة شراء الشركة أسهما في حوزته.

المادة 11: يمكن الجمعية العامة في (ش.إ.{.م.م) أن توكل مجلس الإدارة أو مجلس المديرين من أجل تعليق عملية إعادة شراء الأسهم الموجودة و كذلك إصدار أسهم جديدة عندما تقتضي ذلك ظروف استثنائية أو عندما تطلب ذلك مصلحة المساهمين.

وفي هذه الحالة، يطلع مجلس الإدارة أو مجلس المديرين فورا (ل.ت.م.ع.ب) على قرار الشركة.

المادة 12: يجب على (ش.إ.ر.م.م) تعليق إعادة شراء الأسهم عندما يبلغ رأس مالها نصف المبلغ الأدنى المحدد وفقا للكيفيات المنصوص عليها في المادة 8 من هذا الأمر.

البـــاب الثـــاني
الصناديـــق المشتركـــة للتوظيـــف (ص.م.ت)

الفصـــل الأول
التعريـــــف و الهــدف

المادة 13: الصندوق المشترك للتوظيف المسمى فيما يأتي (ص.م.ت) هو ملكية مشتركة لقيم منقولة، تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناء على طلب الحاملين بالقيمة التصفوية، تضاف إليها أو تخصم منها النفقات والعمولات، حسب الحالة.

لا يتمتع ص.م.ت بالشخصية المعنوية.

المادة 14: تعتبر حصص ص.م.ت قيما منقولة ويجوز أن تكون موضوع قبول للتسعيرة في بورصة القيم المنقولة حسب الشروط التي تحددها (ل.ت.م.غ.ب)

المادة 15: لا تطبق أحكام القانون المدني المتعلقة بالشيوع على (ص.م.ت)

المادة 16: لا يمكن حاملي الحصص أو ذوي حقوقهم أن يقوموا بتقسيم (ص.م.ت)

المادة 17: لا يتحمل حاملو الحصص ديون الملكية المشتركة إلا في حدود أصول (ص.م.ت) وبنسبة حصصهم.

الفصـــــل الثـــــاني
التـــــأسيس

المادة 18: لا يمكن تأسيس أي ص.م.ت إلا إذا اعتمدت (ل.ت.م.ع.ب) مسبقا مشروع نظامه.

تحدد شروط الاعتماد بموجب لائحة من (ل.ت.م.ع.ب)

وفي حالة رفض الاعتماد، يحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملا في الطعن المنصوص عليه في التشريع الساري المفعول.

المادة 19: يجب أن يعد مشروع نظام ص.م.ت بمبادرة مشتركة بين مسير و مؤسسة مؤتمنة منصوص عليها في المادة 36 من هذا الأمر، باعتبارهما مؤسسي (ص.م.ت) .

يجب أن يعد مشروع نظام ص.م.ت طبقا لأحكام هذا الأمر والنصوص المتخذة لتطبيقه.

المادة 20: يترتب عن اكتتاب حصص (ص.م.ت) أو شرائها قبول نظامه.

المادة 21: يجب تسديد الحصص الأصلية بأكملها بمجرد تأسيس (ص.م.ت)

المادة 22: يتعين على المسير القيام بالإجراءات المتعلقة بتأسيس (ص.م.ت) في مدة أقصاها ثلاثة 3 أشهر من الحصول على الاعتماد.

يجب عليه كذلك أن ينشر نظام (ص.م.ت) في جريدة الإعلانات القانونية.

المادة 23: يجب ألا تقل الأصول الأصلية في (ص.م.ت) عن مبلغ يحدد بموجب مرسوم تنفيذي.

الفصـــــل الثـــــالث
التسييـــــر

المادة 24: يمكن أي شخص أن يشتري حصص (ص.م.ت) و له الحق في إعادة شراء حصص في حوزته.

غير أنه يمكن نظام (ص.م.ت) أن يجعل شراء الحصص مقتصرا على بعض الفئات من الأشخاص و يحدد شروط ممارسة حق إعادة شراء الحصص.

المادة 25: يجوز للمسير تعليق إعادة شراء (ص.م.ت) حصصه و كذلك إصدار حصص جديدة، بصفة مؤقتة، إذا اقتضت ظروف استثنائية ذلك و إذا تطلبت مصلحة الحاملين ذلك حسب الشروط المحددة بموجب نظام (ص.م.ت)

المادة 26: تعلق عملية إعادة شراء الحصص عندما يكون الأصل الصافي (لـــ ص.م.ت) أقل من نصف المبلغ الأدنى المحدد وفقا للكيفيات المنصوص عليها في المادة 23 من هذا الأمر.

لا تطبق هذه الأحكام على (ص.م.ت) المنشأة لصالح أجراء المؤسسات في إطار الأمر رقم 95- 22 المؤرخ في 29 ربيع الأول عام 1416 الموافق 26 غشت سنة 1995 والمتضمن خوصصة المؤسسات العمومية.

المادة 27: يجب على المسير إعلام (ل.ت.م.ع.ب) فورا في حالة تعليق إصدار حصص جديدة أو إعادة شراء حصص موجودة.

المادة 28: مسير (ص.م.ت) هو شخص طبيعي أو معنوي يقوم بتسيير الصندوق وفقا لنظامه و حسب مصلحة حاملي الحصص فقط.

يكون مقر الصندوق أو مقر إقامة المسير في الجزائر.

ينفذ التزاماته كوكيل لحاملي الحصص.

يمارس جميع الحقوق المتعلقة بالسندات التي تكون حافظة (ص.م.ت) .

يمكن حامل الحصص من الاستفادة من الإيرادات الناتجة عن التوظيفات بنسبة ما يقدمه من حصص.

يمثل (ص.م.ت) إزاء الغير.

يسير (ص.م.ت) مقابل راتب.

لا يجوز له استعمال أصول ص.م.ت لا احتياجاته الخاصة.

المادة 29: دون الإخلال بالمتابعات الجزائية، تقوم مسؤولية مسير (ص.م.ت) و المؤسسة المؤتمنة المنصوص عليها في المادة 36 من هذا الأمر، بصفة فردية أو تضامنية، حسب الحالة، عن الضرر الملحق بسبب أخطائهما بالغير أو بحاملي الحصص، أو عند ارتكاب مخالفات الأحكام التشريعية أو التنظيمية المطبقة على ص.م.ت أو عند خرق نظام (ص.م.ت) .

المادة 30: يتم حل (ص.م.ت) بقوة القانون:

- في حالة انقضاء هدفه،
- في حالة إنهاء مهام المسير أو المؤسسة المؤتمنة إذا لم يتم استخلاف أحدهما خلال أجل ثلاثة 3 أشهر كحد أقصى.
- عندما يبقى الأصل الصافي، لمدة أكثر من سنة 6 أشهر، أقل من نصف المبلغ الأدنى المحدد طبقا للكيفيات المنصوص عليها في المادة 23 من هذا الأمر.

لا تطبق أحكام هذه الفقرة على (ص.م.ت) المنشأة لصالح أجراء المؤسسات المذكورة في المادة 26 من هذا الأمر.

المادة 31: يحدد نظام ص.م.ت شروط حله وكيفيات توزيع أصوله.

البـــــاب الثـــــالـــث
أحكـــام مشتـــركـــة

الفصـــــــــل الأول
مكونـــات الأصـــل

المادة 32: يشتمل أصل (هـــ ت.ج.ق.م) ، أساسا، على قيم منقولة وسندات دين قابلة للتداول وبصفة تبعية، سيولات.

المادة33: تعتبر قيما منقولة،بالنسبة لتطبيق هذا الأمر،القيم المنظمة بموجب أحكام المادة 715مكرر30من القانون التجاري وكذلك القيم من نفس الطبيعة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين المعنويون التابعون للقانون العام.

المادة34: تعتبر سندات دين قابلة للتداول سندات الدين الصادرة والمتداولة أو القابلة لذلك في السوق النقدية حسب الصيغ والشروط التنظيمية السارية المفعول.

المادة35: تعتبر سيولات الأموال المودعة فورا أو بأجل لا يتجاوز مدة سنتين(2)

الفصــــل الثـــــاني
تسييـــر الأصـــل

المادة36: تتولى حراسة أصول(ه،ت،ج،ق،م)مؤسسة مؤتمنة وحيدة،متميزة عن (ش،إ،ر،م،م) أو عن مسير (ص،م،ت) ومختارة على أساس قائمة أشخاص معنويين يحددها الوزير المكلف بالمالية.

يجب أن تعين هذه المؤسسة ضمن القوانين الأساسية ل(ش،إ،ر،م،م)أو نظام (ص،م،ت).

يجب عليها كذلك أن تتأكد من صحة القرارات التي تتخذها (ش،إ،ر،م،م) أو تتخذها مسير (ص،م،ت).

لا تتأثر مسؤولية هذه المؤسسة إذا ما كلفت غيرها بحراسة كل الأصول التي تكفلت بها أو جزء منها.

المادة37:يجب أن يكون مقر المؤسسة المؤتمنة في الجزائر.

المادة38: لا يمكن دائني المؤسسة المؤتمنة تحصيل ديونهم من أصول (ه،ت،ج،ق،م).

المادة39: يتعين على (ش،إ،ر،م،م)والمؤسسة المؤتمنة تقديم ضمانات كافية خاصة في مجال التنظيم والوسائل المالية والتقنية وكذلك فيما يتعلق بخبرة مسيريها.

تحدد لائحة (ل،ت،م،ع،ب) المقاييس التي تضبط على أساسها الضمانات المشار إليها في الفقرة السابقة.

المادة40: يجب أن تستجيب سياسة التوظيف الخاصة ب(ش،إ،ر،م،م)أو مسير(ص،م،ت)في جميع الحالات،لمصالح المساهمين أو حاملي الحصص.

المادة 41: توضح لائحة (ل،ت،م،ع،.ب)وانفصالها وتحويلها وحلها إلى موافقة (ل،ت،م،ع،ب).

الفصــــل الثـــــالث
الإعـــــلام والمـــــراقبة

المادة43: يعين مسير (ص،م،ت) أو مجلس الإدارة أو مجلس المديرين لـــ(ش،إ،ر،م،م) محافظ حسابات لمدة سنة مالية أو أكثر.

تختار (ه،ت،ج،ق،م) محافظ الحسابات على أساس قائمة تعدها(ل،م،ت،ع،ب).

المادة44: يقدر محافظ الحسابات الحصص المقدمة عينا ويحرر تحت مسؤوليته تقريرا تقييميا، تسلم نسخة منه إلى (ل،ت،م،ع،ب).

المادة45: يطلع محافظ الحسابات (ل،ت،م،ع،ب) وكذلك الجمعية العامة لـــ(ش،إ،ر،م،م) أو مسير(ص،م،ت) على المخالفات والأخطاء التي يعاينها خلال ممارسة وظائفه.

المادة46: يتعين على (ه،ت،ج،ق،م)نشر المعلومات الحسابية والمالية الظرفية والدورية والدائمة المتعلقة بنشاطها والموجهة للجمهور وتخص هذه المعلومات:

- نشرة إعلامية خاضعة لتأشيرة (ل،ت،م،ع،ب) قبل إصدار الأسهم أو الحصص الأولى.
- الحسابات.
- تقرير النشاطات السداسية الأشهر والسنوية.
- تكوين الأصول.

يجب على(هـــ،ت،ج،ق،م) نشر القيمة التصفوية للسند أو الحصة العائدة إليها بإنتظام.

توضح لائحة (ل،ت،م،ع،ب) عند الحاجة طبيعة الأطر اللازمة لنشر هذه المعلومات.

المادة47: يتحقق محافظ الحسابات من المعلومات المذكورة أعلاه قبل إرسالها إلى (ل،ت،م،ع،ب) ويثبت صحتها.

المادة48 : تخضع(ه،ت،ج،ق،م) إلى رقابة (ل،ت،م،ع،ب).

وبهذه الصفة يجوز للجنة أن تقوم وفقا لأحكام المادة 37من المرسوم التشريعي رقم93-10المؤرخ في 23 مايو سنة1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة بتحقيقات حول النشاط الذي تقوم به (هـــ،ت،ج،ق،م).

المادة49: تقدر(ل،ت،م،ع،ب) صدق المعلومات التي تقدمها (ه،ت،ج،ق،م) المذكورة في المادة 46 من هذا الأمر قبل نشرها.

المادة50: يتعين على (ه،ت،ج،ق،م) أن تقدم لبنك الجزائر المعلومات اللازمة لإعداد الإحصائيات النقدية.

الفصـــل الرابـــع
أحكـــام مالـــية

المادة51: يحدد بموجب لائحة من(ل،ت،م ،ع،ب)المبلغ الأقصى للعمولات التي يتم تحصيلها عند اكتتاب أسهم أو حصص (ه،ت،ج،،ق،م) أو إعادة شرائها وكذلك المبلغ الأقصى لنفقات التسيير.

المادة52: يجب على (ه،ت،،ج،ق،م)دفع عمولة سنوية لحساب (ل،ت،م،ع،ب)يحدد مبلغها وكيفيات حسابها بموجب من الوزير المكلف بالمالية.

الفصل الخامس
العقوبـــات

المادة53: تعاقب الغرفة التأديبية والتحكيمية كل مخالفة للإلتزامات المهنية وأخلاقيات المهنة التي يرتكبها مسيرو(ش،إ،ر،م،م)أو مسيرو (ص،م،ت) وكذلك كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليها وفقا للأحكام المنصوص عليها في المواد 53و55و56 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخمايوسنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

يتم إخطار الغرفة التأديبية والتحكيمية طبقا للأحكام المنصوص عليها في المادة 54 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 23مايو سنة 1993والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

تتخذ الغرفة التأديبية والتحكيمية قراراتها طبقا لأحكام المادة 57من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة.

المادة54: ترفع مخالفات الأحكام التشريعية والتنظيمية التي تطبق عليها العقوبات المنصوص عليها في المواد 55 إلى 58 من هذا الأمر،أمام الجهات القضائية العادية المختصة.

المادة55: يعاقب مسيرو (ش،إ،ر،م،م) أو مسيرو (ص،م،ت) الذين لم يقوموا في الآجال القانونية بنشر المعلومات المطلوبة من (ه،ت،ج،ق،م)والذين قاموا بعمليات غير تلك التي تخص تسيير حافظة قيم منقولة وسندات أخرى،أو الذين قاموا ببيع سندات لا تملكها (هــ،ت،ج،ق،م) بغرامة يتراوح مبلغها من 150.000دج إلى 500.000دج.

المادة57: يعاقب مسيرو مؤسسة مؤتمنة وكذلك كل عون يعمل تحت سلطتهم، الذين ينفذون تعليمات (ش،إ،ر،م،م) أو مسير (ص،م،ت) مخالفة للتشريع المطبق على(ه،ت،ج،ق،م)بالحبس من شهر(1) الى ستة (6) أشهر وغرامة يتراوح مبلغها من 40.000دج إلى 400.000دج أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط.

المادة58: يعاقب المسيرون القانونيون أو الفعليون (ه،ت،ج،ق،م) الذين قاموا بتوظيف جماعي للقيم المنقولة وسندات أخرى قابلة للتداول دون حصولها على الاعتماد ضمن الشروط المحددة بموجب هذا الأمر أو الذين واصلو ممارسة نشاطهم في حالة سحب الاعتماد منهم بالحبس من ثلاثة (3) أشهر إلى ثمانية عشر(18) شهرا وغرامة يتراوح مبلغها بين 500.000دج إلى أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط.

الفصـــل الســـادس
أحكـــام ختـــامية

المادة59 : ينشر هذا الأمر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديموقراطية الشعبية.

حرر بالجزائر في 19 شعبان عام 1416 الموافق 10يناير سنة 1996.

اليمين زروال

الملحق رقم 02

العدد 34.......................... 2 ذي الحجــة عام 1413هــ

المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 2ذي الحجة عام 1413الموافق 23 مايو سنة 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة.

إن رئيـــس المجلس الأعلى للدولـــة،

....

....

يصدر النص التشريعي التالي:

المادّة الأولى: تؤسس بورصة القيم المنقولة.

وتعد بورصة القيم المنقولة إطارا لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم.

المادّة 2: تعقد بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

المادّة 3: تشتمل بورصة القيم المنقولة على الهيئتين التاليتين:

- لجنة تنظيم ومراقبة لعمليات البورصة تشكل سلطة سوق القيم المنقول. وتدعى في صلب النص "اللجنة".
- شركة لتسيير بورصة القيم.

المادّة 4: يقوم بالمفاوضات والمعاملات داخل البورصة وسطاء في عمليات البورصة.

البـــاب الأول
الوسطـــاء في عمليـــات البورصـــة

المادّة 5: لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول قيما منقولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة.

المادّة 6: يمكن أن يمارس عمل الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من اللجنة، أشخاص طبيعيون أو شركات ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض.

المادّة 7: يخول الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللجنة، للقيام بما يأتي:

- يديرون لحساب زبنهم سندا القيم المنقولة بتلقيهم لهذا الغرض أموالا مشفوعة بتفويض إدارة.
- يقفون نوقف الطرف المقابل في العمليات حول القيم المنقولة، ولا يمكن أن يمارسوا هذا الحق حيال زبنهم.

ويجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يتأكدوا، فضلا عن ذلك، من أن رؤوس الأموال التي يأتمنهم عليها زبنهم لإنجاز عمليات في البورصة متأتية من عائدات مصرح بها قانونا.

تبين لائحة من اللجنة شروط تطبيق الفقرة أعلاه.

المادّة 8: يجب على الوسطاء في عمليات البورصة أن يقدموا ضمانات كافية لاسيما فيما يخص تكوين رأسمالهم ومبلغهن وتنظيمه، ووسائلهم التقنية والمالية وما يجب عليهم تقديمه من ضمانات وكفالات، وشرف مسؤوليتهم وأعوانهم وخبرتهم، وأمن عمليات زبنهم.

تبين لائحة من اللجنة جميع هذه الشروط.

المادّة 9: تعتمد اللجنة الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللائحة المذكورة في المادة31 أدناه.

ويجب أن يكون قرار اللجنة مبين الأسباب في حالة رفضها الاعتماد.

ويحتفظ طالب الاعتماد بحقه كاملا في الطعن المنصوص عليه في التشريع المعمول به.

المادّة 10: يمكّن المسير أو مجلس الإدارة لكل وسيط في عمليات البورصة أن يؤهل أعوانا أكفاء من بين المستخدمين لإجراء المفاوضات الخاصة بالقيم المنقولة في البورصة.

تحدد قواعد التأهيل في لائحة تصدرها اللجنة.

المادّة 11: يسجل الأعوان، المذكورون في المادة 10 أعلاه، لدى الجنة التي تسلمهم بطاقة مهنية.

تبين لائحة من اللجنة شروط تطبيق هذه المادة.

المادّة 12: يلزم الوسطاء في عمليات البورصة والقائمون بإدارتهم ومسيروهم ومديروهم وأعوانهم المسجلون ومأمورو حساباتهم بالسر المهني.

ويعاقب على عدم التقيد بالسر المهني وفقا لقانون العقوبات.

المادّة 13: يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة أن يبرموا مع زبائنهم عقود تفويض.

ويجب أن تنص العقود لزوما على تقارير دورية يقدمها الوسطاء كل ستة أشهر على الأكثر من العمليات التي أجراها لحساب زبونه.

تحدد الإشتراطات الحتمية التي يجب أن يتضمنها كل عقد نموذجي في لائحة تصدرها اللجنة.

المادّة 14: يعد الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولين حيال أمريهم بالسحب وتسليم القيم المنقولة المتفاوض بشأنها في السوق ودفعها.

البـــاب الثاني
شركـــة إدارة بورصـــة القيـــم

المادّة 15: تتولى شركة لإدارة بورصة القيم المنقولة، تكتسي شكل شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري حول القيم المنقولة في البورصة، بمفهوم المادة18 أدناه.

المادّة 16: تمثل رأسمال الشركة أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة.

المادّة 17: لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة اعتمادا فعليا إلا بعد أن يقتني الوسيط أو يكتتب قسطا من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم.

تبين شروط تطبيق هذه المادة في لائحة تصدرها اللجنة.

المادّة 18: يتمثل هدف الشركة فيما يأتي على الخصوص:

- التنظيم العلمي لإدخال القيم المنقولة في البورصة.
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضاتا لوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة.
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة.
- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة تُمارس مهام الشركة تحت رقابة اللجنة.

المادّة 19: تتلقى الشركة عمولات من العمليات التي تجري في البورصة.

وتحدد قواعد حسابها في لائحة تصدرها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

البـــاب الثالث
لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

الفصــــــل الأول
تشكيلتها وسيرها

المادّة 20: تنشأ لجنة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وتتكون من رئيس وستة أعضاء.

المادّة 21: يعين الرئيس لمدة نيابية تدوم أربع (4) سنوات تحدد شروط رئيس اللجنة وإنهاء مهامه ووضعه القانوني عن طريق التنظيم.

المادّة 22: يعين أعضاء اللجنة لمدة أربع (4) سنوات، حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم ونبعا للتوزيع الآتي:

- قاض يقترحه وزير العدل.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
- عضوان يختاران من بين مسؤولي الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- عضوان يختاران لما لهما من خبرة اكتسباها في المجال المالي أو المصرفي أو البورصي.

وتنتهي مهامهم حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم.

المادّة 23: يجدد تصف تشكيلة اللجنة، فيما عدا الرئيس، كل سنتين.

المادّة 24: يمارس رئيس اللجنة مهمته كامل الوقت، وهي تتنافى مع أية إنابة انتخابية أو وظيفة حكومية أو ممارسة وظيفة عمومية أو أي نشاط آخر. باستثناء أنشطة التعليم أو الإبداع الفني أو الفكري.

المادّة 25: لا يجوز للرئيس ولجميع المستخدمين الدائمين في اللجنة أن يقوموا بأية معاملات تجارية حول أسهم مقبولة في البورصة.

المادّة 26: تصادق اللجنة على نظامها الداخلي خلال اجتماعها الأول.

وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.

المادّة 27: تؤخذ أتاوى عن الأعمال والخدمات التي تؤديها اللجنة.

وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم.

المادّة 28: تخصص للجنة إعانة تسيير من ميزانية الدولة.

المادّة 29: تكون الجنة، قصد تسييرها، أمانة مزودة بمصالح إدارية وتقنية.

ويحدد تنظيم هذه المصالح وسيرها ووضعية مستخدميها القانونية في لائحة تصدرها اللجنة.

الفصـــل الثـــــاني
المهـــــام والصلاحيـــات

القســـــم الأول
المهـــام

المادّة 30: تتمثل مهمة اللجنة في تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر على ما يأتي بالخصوص:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- حسن سير القيم المنقولة وشفافيتها.

القســـــم الثـــــاني
الوظيفـــة القانونيـــة

المادّة 31: تقوم الجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة بسن تقنيات تهم ما يأتي على الخصوص:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.
- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات التي يجب أن يكلفوها لزبنهم.
- الشروط الخاصة بأهلية الأعوان المرخص لهم بإجراء مفاوضات في مجال البورصة.
- الإصدارات في أوساط الجمهور.

- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.
- تنظيم عمليات المقاصة.
- الشروط التي يتفاوض ضمنها حول القيم المنقولة في البورصة ويتم تسليمها.
- تسيير أوراق القيم المنقولة وسنداتها المنقولة في البورصة.
- محتوى الشروط الإلزامية الواجب إدراجها في عقود التفويضات بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبنهم.
- العروض العمومية لشراء قيم منقولة.
- القيام دوريا بنشر المعلومات التي تخص الشركات المحددة لأسعار قيمها.

المادّة 32: يوافق على اللوائح التي تسنها اللجنة عن طريق التنظيم، وتنشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية مشفوعة بنص الموافقة.

المادّة 33: يمكن في حالة حصول طعن قضائي أن يؤمر بتأجيل تنفيذ أحكام اللائحة المطعون فيها إذا كانت هذه الأحكام مما يمكن أن تنجرّ عنه نتائج واضحة الشدة والإفراط، أو طرأت وقائع جديدة بالغة الخطورة منذ نشرها.

المادّة 34: يمكن اللجنة أن تقدم للحكومة مقترحات نصوص تشريعية وتنظيمية تخص إعلام حاملي القيم المنقولة وسيرها والوضعية القانونية للوسطاء في عمليات البورصة

القســـم الثـــــالث
وظيفـــة المراقبـــة والرقابـــة

المادّة 35: تتأكد اللجنة من أن الشركات المقبول تداولها قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها ولاسيما في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة، وتشكيل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية.

وتأمر هذه الشركات، عند الإقتضاء، بنشر استدراكات فيما إذا لوحظت حالات سهو في الوثائق المنشورة أو المقدمة.

المادّة 36: تنشر الملاحظات التي يمكن أن تسجلها اللجنة أو أي إعلام آخر قد يهم الجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة و/ أو في أي أداة إعلامية أخرى.

المادّة 37: تجري اللجنة عن طريق مداولة خاصة وقصد ضمان تنفيذ مهمتها في مجال المراقبة والرقابة، تحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير علنا والبنوك والمؤسسات المالية والوسطاء في عمليات البورصة ولدى الأشخاص الذين يقدمون، نظرا لنشاطهم المهني، مساهماتهم في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتوجات المالية المسعرة، أو يتولون إدارة مستندات سندات مالية.

ويمكن الأعوان المؤهلين أن يطلبوا إمدادهم بأية وثائق أيا كانت دعامتها وأن يحصلوا على نسخ منها، ويمكنهم الوصول إلى جميع المجال ذات الاستعمال المهني.

المادّة 38: يمكن اللجنة، عقب مداولة خاصة، أن تستدعي أي شخص من شأنه أن يقدم لها معلومات في القضايا المطروحة عليها أو تأمر أعوانها باستدعائه.

ويحق لكل شخص تم استدعاؤه أن يستعين بمستشار من اختياره.

المادّة 39: يلزم أعضاء اللجنة وأعوانها بالسير المهني فيما يخص الوقائع والأعمال والمعلومات التي أطلعوا عليها بحكم وظيفتهم، وذلك حسب الشروط، وتحت طائلة العقوبات المنصوص عليها في قانون العقوبات.

ويلزم الأعوان الخارجون، الذين يمكن اللجنة أن تستعين بهم بواجب السرية المذكورة في الفقرة أعلاه.

المادّة 40: يمكن رئيس اللجنة في حالة وقوع عمل يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية ومن شأنه الأضرار بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، أن يطلب من المحكمة لإصدار أمر للمسؤولين بامتثال هذه الأحكام ووضع حد للمخالفة أو إبطال أثارها.

ويحيل نسخة من طلبه على المجلس القضائي للغرض الذي يقتضيه القانون.

ودون الإخلال بالمتابعات الجزائية، تفصل الجهة القضائية المختصة في الأمر إستعجاليا بل يمكنها أن تتخذ تلقائيا أي إجراء تحفظي، وتصدر قصد تنفيذ أمرها غرامة تهديدية تحيلها إلى الخزينة العمومية.

ويمكن رئيس اللجنة أن يتأسس كطرف مدني في حالة وقوع جرائم جزائية

المادّة 41: يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر قيما منقولة بالتجائها إلى التوفير علنا أن تنشر قبل ذلك مذكرة لإعلام الجمهور تتضمن البيانات الإجبارية المنصوص عليها في القانون التجاري.

كما يمكن الجنة أن تطلب أي معلومات أخرى تتعلق بتنظيم الشركة ووضعها المالي وتطورها.

ويجب أن تؤشر اللجنة هذه المذكرة قبل نشرها.

المادّة 42: تدرس الجنة مشروع المذكرة الخاصة للتأشيرة المسبقة وتشير عند الإقتضاء إلى البيانات الواجب تعديلها، أ المعلومات الإضافية الواجب إدراجها فيها.

كما يمكن الجنة أن تطلب إي إيضاح أو تبرير يخص المعلومات الواردة في مشروع المذكرة.

ويمكن الجنة أن ترفض تأشيرة المذكرة ما لم تستجب لطلبات التعديل، وللجنة مهلة شهرين قبل أن تمنح تأشيرتها أو ترفضها أو تطلب معلومات إضافية أو تعديلات.

المادّة 43: تعد من الشركات، التي تلتجئ إلى التوفير علنا، الشركات المسجلة سنداتها في التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة إبتداء من تاريخ هذا التسجيل، أو التي تلجأ لتوظيف سنداتها مهما يكن نوعها إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء في عمليات البورصة وإما إلى أساليب إشهار عادي وإما إلى السعي المصفقي المباشر.

المادّة 44: تقبل سندات القرض التي تصدرها الدولة الجزائرية أو الجماعات المحلية بقوة القانون في المفاوضات إذا طلب مصدرها ذلك.

وتقبل سندات القرض التي يصدرها أشخاص معنويون آخرون وتضمنها الدولة أو جماعة محلية بقوة القانون في المفاوضات إذا طلب مصدرها أو ضامنها ذلك.

المادّة 45: تتخذ اللجنة قرارها بشأن قبول القيم المنقولة في المفاوضات وشطبها.

ويمكن اللجنة أن تأمر بتعليق تحديد سعر الأسهم ضمانا للإعلام وحماية للمدخرين.

تنشر القرارات التي تتخذ في إطار الفقرتين1 و2 أعلاه في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

المادّة 46: تجري إجتماعات البورصة تحت مراقبة مراقب تفوضه اللجنة، ويمكن المراقب أن يتدخل في اجتماع البورصة لتسوية أحداث أو نزاعات عارضة ذات طابع تقني من شأنها أن تعوق سير اجتماع البورصة، وتحدد كيفيات تدخل المراقب في لائحة تصدرها اللجنة.

المادّة 47: يمكن المراقب أي يقضي خلال الاجتماع بتعليق تحديد سعر عدد من الأسعار.

المادّة 48: يمكن اللجنة أن تعلق لمدة لا تتجاوز خمسة أيام كاملة عمليات البورصة إذا ما حدث كبير ينجر عنه إختلال في سير البورصة أو حركات غير منتظمة لأسعار البورصة.

وإذا كان هذا الحادث مما يتطلب تعليقا لمدة تتجاوز خمسة أيام كاملة، كان القرار من إختصاص الوزير المكلف بالمالية دون غيره.

المادّة 49: تسهر اللجنة لحماية السوق على مراعاة قواعد أخلاقيات المهنة التي تفرض نفسها على المتعاملين في السوق.

تحدد قواعد أخلاقيات المهنة الواجب مراعاتها في لائحة تصدرها اللجنة.

إن المبادئ العامة التي يجب أن تحدد هذه القواعد هي الآتية:

- وجوب معاملة جميع الزبن على قدم المساواة.
- الأولوية الواجب إعطاؤها لمصلحة الزبون.
- تنفيذ أوامر السحب التي يصدرها الزبائن بأحسن شروط السوق.
- عدم تسريب معلومات سرية في غير محلها.

المادّة 50: إذا ثبت عن اللجنة عجز أو قصور، تتخذ التدابير التي تتطلبها الظروف عن طريق التنظيم، بناء على إقتراح الوزير المكلف بالمالية عقب الاستماع إلى رئيس اللجنة.

القســـم الــرابع
الوظيفــة التأديبيــة والتحكيميــة

المادّة 51: تنشأ ضمن الجنة غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف زيادة على رئيسها من:

- عضوين منتخبين من بين أعضاء اللجنة طوال مدة إنتدابها.
- قاضيين يعينهما وزير العدل ويختاران لكفايتهما في المجالين الاقتصادي والمالي.

يتولى رئيس اللجنة رئاسة الغرفة.

المادّة 52: تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التحكيمي لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة وتتدخل فيما يأتي:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة إدارة بورصة القيم.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للأسهم.
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والأمرين بالحسب في البورصة.

المادّة 53: تكون الغرفة المذكورة أعلاه مختصة في المجال التأديبي لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء في عمليات البورصة وكل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

المادّة 54: تعمل الجنة حسب الدوافع الآتية.

- بطلب من اللجنة.
- بطلب من المراقب المذكور في المادة 46 أعلاه.
- بطلب من الأطراف المذكورة في المادة 52 أعلاه.
- بناء على تظلم أي طرف له مصلحة.

المادّة 55: العقوبات التي تصدرها الغرفة في مجال أخلاقيات المهنية والتأديب هي:

- الإنذار.
- التوبيخ.
- حظر النشاط كله أو جزئه مؤقتا أو نهائيا.
- سحب الإعتماد.

و/ أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة ملايين دينار أو بمبلغ يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب.

تدفع المبالغ لصندوق الضمان المحدث بموجب المادة64 أدناه.

ترفع المخالفات للأحكام التشريعية والتنظيمية، المعاقب عليها بالعقوبات المنصوص عليها في المادتين 59 و 60 أدناه أمام الجهات القضائية العادية المختصة.

المادّة 56: لا تصدر أي عقوبة ما لم يستمع قبل ذلك إلى الممثل المؤهل للمتهم او ما لم يدع قانونا للإستماع إليه.

المادّة 57: تفصل الغرفة بحكم لا معقب عليه كما هو الشأن في مجال القضايا المستعجلة.

ويمكن الطعن في قرارات الغرفة أمام الغرفة الإدارية التابعة للمجلس القضائي وفقا لقانون الإجراءات المدنية.

البـــــاب الرابــــع
أحكـــام جزائيـــة

المادّة 58: يتعرض كل من يجري مفاوضات تخالف أحكام المادة 5 أعلاه، لعقوبات سوء الإئتمان المنصوص عليه في قانون العقوبات وبغرامة تساوي ضعف قيمة السندات المعنية بالمخالفة.

ويمكن طلب إلغاء المعاملات التي تمت على هذا النحو أمام المحكمة.

المادّة 59: يعاقب كل شخص يعترض سبيل ممارسة صلاحيات اللجنة وأعوانها المؤهلين، المنصوص عليهم في المواد من 35 إلى 50 من هذا النص، بالحبس من 30 يوما إلى ثلاث سنوات وبغرامة قدرها 30.000 دج أو بإحدى العقوبتين فقط.

المادّة 60: يعاقب بالحبس من ستة(6) أشهر إلى خمس (5) سنوات وبغرامة مالية قدرها 30.000 دج، ويمكن رفع مبلغها إلى أكثر من ذلك حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ المغنم المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ المغنم نفسه، أو يعاقب بإحدى العقوبتين فقط، كل شخص تتوفر له، بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته، معلومات إمتيازية عن منظورية مصدر سندات أو وضعيته، أو منظورية تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن تنتهي تلك المعلومات إلى الجمهور.

تعد العمليات التي تنجز على هذا الأساس عمليات باطلة.

البـــــاب الخامـــس
أحكـــام مختلفـــة

المادّة 61: يمكن إنتقالا ولمدة لا تتجاوز خمس سنوات، إبتداء من تاريخ صدور هذا النص، أن تعتمد اللجنة كوسطاء في عمليات البورصة، الأشخاص المعنويين التابعين لفئات محددة في مرسوم تنفيذي.

وبهذه الصفة يمكن هؤلاء الأشخاص المعنويين أن يكتتبوا في أسهم شركة إدارة بورصة القيم المنقولة.

المادّة 62: خلافا لأحكام المادة23، لا يجدد نصف تشكيلة اللجنة طوال مدة الإنتداب الأول لممارسة اللجنة.

المادّة 63: يرخص للجنة المصرفية ومجلس النقد والقرض بتبادل تبليغ المعلومات اللازمة لأداء كل لجنة من اللجنتين أو المجلس مهمته.

وتخضع المعلومات المبلغ بها للسر المهني.

المادّة 64: ينشأ صندوق قصد ضمان إلتزامات الوسطاء في عمليات البورصة حيال زبنهم.

ويمون الصندوق بمساهمات إجبارية يقدمها الوسطاء في عمليات البورصة وبحاصل الغرامات المنصوص عليها في المادة55 أعلاه.

ويمكن شركة إدارة بورصة القيم أن تقدم، عند الحاجة دعمها للصندوق.

تتولى الجنة تسيير الصندوق.

وتبين شروط تسيير الصندوق وعمله وقواعد تحديد أساس الإشتراكات وحسابها في لائحة تصدرها اللجنة.

المادّة 65: يتعين على الوسطاء في عمليات البورصة، فضلا على أحكام المادة 64 أعلاه، أن يكتتبوا تأمينا يضمن مسؤوليتهم زبنهم.

المادّة 66: يلغى هذا المرسوم التشريعي الأحكام السابقة وينشر في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

حرّر بالجزائر في 02 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993.

علــي كافــي

الملحق رقم 03

عدد 11 .. .. 16 ذي الحجة عام1423

قانون رقم 03-04 مؤرخ في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق 17 فيراير سنة 2003، يعدّل ويتمّم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم.

إن رئيـــس الجمهوريـــة،

....

....

يصدر القانون الآتي نصه:

المادّة الأولى: يهدف هذا القانون إلى تعديل وتتميم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمّم والمذكور أعلاه.

المادّة 2: تعدل المادة3 من المرسوم التشريعي رقم93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمّم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 3: تشتمل بورصة القيم المنقولة على:

- ....(بدون تغيير)..............
- ....(بدون تغيير)..............
- المؤتمن المركزي على السندات".

المادّة 4: تلغى الفقرة الأخيرة من المادة 5 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمّم و المذكور أعلاه.

المادّة 5: تعدل الفقرة الأولى من المادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 6: يمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة، بعد اعتماد من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصا لهذا الغرض ، والبنوك والمؤسسات المالية".

المادّة 7: تعدل المادة 7 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 7: يمكن الوسطاء في عمليات البورصة أن يمارسوا أساسا، في حدود الأحكام التشريعية والتنظيمية التي يخضعون لها، النشاطات الآتية:

- التفاوض لحساب الغير،
- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة،
- التسيير الفردي للحافظة بموجب عقد مكتوب،
- تسيير حافظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة،
- توظيف القيم المنقولة والمنتوجات المالية،
- ضمان النجاح في المسعى والاكتتاب في مجموع السندات المصدرة،
- التفاوض للحساب الخاص،
- حفظ القيم المنقولة وإدارتها،
- إرشاد المؤسسات في مجال هيكلة الرأسمال و إدماج و إعادة شراء المؤسسات.

غير أنه، يمكن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، أن تحدد الاعتماد المقدم للوسيط في عمليات البورصة في جزء من النشاطات المذكورة أعلاه.

في حالة الاحتجاج، يمكن طالب الاعتماد المتضرر أن يرفع طعنا حسب الإجراءات المنصوص عليها في المادة 6 أدناه.

تحدد شروط وكيفيات الاعتماد بموجب لائحة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

المادّة 8: تعدل وتتمم المادة 6 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 9: تعتمد لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الوسطاء في عمليات البورصة حسب الشروط التي تحددها اللائحة المذكورة في المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 93-

10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدل والمتمّم والمذكور أعلاه.

في حالة رفض الاعتماد أو تحديد مجاله، يجب أن يكون قرار اللجنة معللا.

يجوز لطالب الاعتماد أن يرفع طعنا بالإلغاء ضد قرار اللجنة أمام مجلس الدولة، في أجل شهر (1) واحد من تاريخ تبليغ قرار اللجنة.

يبت مجلس الدولة في الطعن بالإلغاء و يصدر قراره خلال ثلاثة (3) أشهر من تاريخ تسجيله".

المادّة 10: يعدل عنوان الباب الثاني من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

" شركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي على السندات".

المادّة 11: يتمم الباب الثاني من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، بفصل أوّل بعنوان كما يأتي:

" شركة تسيير بورصة القيم المنقولة".

المادّة 12: يتمّم المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، بمادة 19 مكرر، تحرر كما يأتي:

المادّة 19 مكرر: يجب أن يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

بناء على تقرير معلل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبصفة احتياطية، يمكن الوزير المكلف بالمالية، عزل المدير العام و / أم المسيرين الرئيسيين للشركة واستخلافهم، في انتظار تعيين مدير عام جديد و / أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة.

يجب أن يتطابق القانون الأساسي للشركة وهيئاتها القائمة مع أحكام هذا القانون خلال أجل ستة (6) أشهر تاريخ نشره".

المادّة 13: يتمّم الباب الثاني من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، بفصل ثان بعنوان كما يأتي:

" المؤتمن المركزي على السندات".

المادّة 14: يتمّم الفصل الثاني من الباب الثاني من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، بالمواد:19 مكرر 1 و 19 مكرر2 و 19 مكرر 3 و 19 مكرر 4 وتحرر كما يأتي:

المادّة 19 مكرر1: عندما يستخدم مصدر السندات، سواء كانت الدولة، أو جماعات محلية، أو هيئة عمومية، أو شركة ذات أسهم، حق إصدار سندات مقيدة في الحساب، لا يمكن أن تسجل السندات لحاملها إلا لدى وسيط مؤهل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بصفته ماسك الحسابات وحافظ السندات.

تحدد شروط التأهيل، ومسك حسابات السندات والرقابة على النشاط بموجب لائحة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

المادّة 19 مكرر2: تمارس وظائف المؤتمن المركزي على السندات من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم.

يخضع وضع القانون الأساسي وتعديلاته، وكذا تعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين للمؤتمن المركزي على السندات، إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية، بعد أخذ رأي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

بناء على تقرير معلل من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبصفة احتياطية، يمكن الوزير المكلف بالمالية، عزل المدير العام للمؤتمن المركزي على السندات و / أو المسيرين الرئيسيين واستخلافهم، في انتظار تعيين مدير عام جديد و/أو مسيرين جدد من طرف مجلس الإدارة.

تتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات، التي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، على وجه الخصوص في:

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين،
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر،

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها،
- الترقيم القانوني للسندات،
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق".

المادّة 19 مكرر3: يتكون رأسمال المؤتمن المركزي على السندات المقدر مبلغه بخمسة وستين (65) مليون دينار من مساهمات مؤسسيه، وهم:

- البنك الخارجي الجزائري،
- القرض الشعبي الجزائري،
- البنك الوطني الجزائري،
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية،
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط/ بنك،
- مجمّع صيدال،
- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي،
- مؤسسة الرياض – سطيف.

لا يفتح رأسمال شركة المؤتمن المركزي على السندات، إلا لـــ:

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة،
- الشركات المصدرة للسندات،
- الوسطاء في عمليات البورصة.

تعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويستطيعان ممارسة هذا الحق بناء على طلبهما.

يخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال المؤتمن المركزي على السندات، إلى موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات.

تحدد كيفيات تطبيق هذه المادة بموجب لائحة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لاسيما الشروط المتعلقة بالمساهمة في رأسمال الشركة".

المادّة 19 مكرر4: تمارس أنشطة المؤتمن المركزي على السندات المذكورة في المادة 19 مكرر2 أعلاه، تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

المادّة 15: تعدل وتتمم المادة 20 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 20: تؤسس سلطة ضبط مستقلة لتنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

وتتكون من رئيس وستة (6) أعضاء".

المادّة 16: تعدل وتتمم المادة 22 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 22: بعين أعضاء اللجنة حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي، لمدة أربع(4) سنوات، وفق الشروط المحددة عن طريق التنظيم، وتبعا للتوزيع الآتي:

- قاض يقترحه وزير العدل،
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية،
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر،
- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة،
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين".

المادّة 17: تعدل وتتمم المادة 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 30: تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها، بالسهر خاصة على:

- حماية الإدخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للإدخار،

لا تخضع لرقابة اللجنة، المنتوجات المالية المتداولة في السوق التي هي تحت سلطة بنك الجزائر،

- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

وبهذه الصفة، تقدم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تقريرا سنويا عن نشاط سوق القيم المنقولة، إلى الحكومة".

المادّة 18: تعدل وتتمم المادة 31 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 31: تقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم سير سوق القيم المنقولة، وبسن تقنينات متعلقة على وجه الخصوص بما يأتي:

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة،
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية المطبقة عليهم،
- نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها تجاه زبائنهم،
- الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته المذكورة في المادة 19 مكرر 2 أعلاه،
- القواعد المتعلقة بحفظ السندات وتسيير وإدارة الحسابات الجارية للسندات،
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات،
- شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات".

المادّة 19: تعدل وتتمم المادة 41 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 41: يجب على كل شركة أو مؤسسة عمومية تصدر أوراقا مالية أو أي منتوج مالي أخر مذكور في المادة 30 أعلاه، باللجوء العلني للإدخار، أن تنشر مسبقا مذكرة موجهة إلى إعلام الجمهور، تتضمن تنظيم الشركة ووضعيتها المالية وتطور نشاطها.

يجب على كل شركة تطلب قبول سنداتها للتداول في البورصة، أن تنشر مسبقا مذكرة.

يجب أن تؤشر لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه المذكرة قبل نشرها".

المادّة 20: تعدل وتتمم المادة 43 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 43: تعدّ من الشركات التي تلجأ إلى الإدخار العلني، الشركات ذات السندات المقبولة للتداول ابتداء من تاريخ تسجيلها، أو تلك التي تلجأ إلى توظيف سنداتها مهما كان نوعها، إما إلى البنوك أو المؤسسات المالية أو الوسطاء".

المادّة 21: تعدل وتتمم المادة 57 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 57: تعد قرارات الغرفة الفاصلة في المجال التأديبي قالبة للطعن بالإلغاء أمام مجلس المجال التأديبي قالبة للطعن بالإلغاء أمام مجلس الدولة، خلال أجل شهر(1) واحد من تاريخ تبليغ القرار موضوع الاحتجاج.

يحقق ويبت في الطعن خلال أجل ستة (6) أشهر من تاريخ تسجيله".

المادّة 22: تعدل وتتمم المادة 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمم والمذكور أعلاه، وتحرر كما يأتي:

المادّة 60: يعاقب بالحبس من ستة (6) أشهر إلى خمس (5) سنوات، وبغرامة قدرها 30.000 دج، ويمكن رفع مبلغها حتى يصل إلى أربعة أضعاف مبلغ الربح المحتمل تحقيقه، دون أن تقل هذه الغرامة عن مبلغ الربح نفسه، أو بإحدى هاتين العقوبتين فقط:

- كل شخص تتوفر له، بمناسبة ممارسته مهنته أو وظيفته، معلومات امتيازية عن منظور مصدر سندات أو وضعيته، أو منظور تطور قيمة منقولة ما، فينجز بذلك عملية أو عدة عمليات في السوق أو يتعمد السماح بإنجازها، إما مباشرة أو عن طريق شخص مسخر لذلك، قبل أن يطلع الجمهور على تلك المعلومات،
- كل شخص يكون قد تعمد نشر معلومات خاطئة أو مغالطة وسط الجمهور بطرق ووسائل شتى، عن منظور أو وضعية مصدر، تكون سنداته محل تداول في البورصة، أو عن منظور تطور سند مقبول للتداول في البورصة، من شأنه التأثير على الأسعار،

- كل شخص يكون قد مارس أو حاول أن يمارس، مباشرة أو عن طريق شخص آخر، مناورة ما بهدف عرقلة السير المنتظم لسوق القيم المنقولة من خلال تضليل الغير.

تعدّ العمليات التي تنجز على هذا الأساس عمليات باطلة".

المادّة 23: تؤسس بعد المادة 65 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمّم والمذكور أعلاه، المواد 65 مكرر، و65 مكرر 1 و65 مكرر 2 و 65 مكرر3، وتحرر كما يأتي:

المادّة 65 مكرر: يتعين على كل شخص طبيعي أو معنوي، يتصرف بمفرده أو مع غيره، وامتلك عددا من الأسهم أو حقوق التصويت، يمثل أكثر من الجزء العشرين أو العشر أو الخمس أو الثلث أو النصف أو الثلثين من رأسمال الشركة أو حقوق التصويت، تكون أسهمها متداولة في البورصة، أن يصرح بالعدد الإجمالي للأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها، للشركة وللجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ولشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، في أجل أقصاه خمسة (15) عشر يوما ابتداء من تاريخ تجاوز الحد الأدنى للمساهمة.

كما يتم القيام بنفس التصريح في نفس الأجل، وإلى نفس الهيئات عندما تصبح المساهمة في رأسمال الشركة أو عدد حقوق التصويت دون مستوى الحدود المنصوص عليها في الفقرة الأولى أعلاه.

لا يخضع المساهمون في شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير إلى أحكام الفقرة الأولى أعلاه.

تحدد كيفيات تطبيق هذه المادة بموجب لائحة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".

المادّة 65 مكرر1: من أجل تحديد مستويات المساهمة المذكورة في المادة 65 مكرر أعلاه، تعتبر أسهما أو حقوقا للتصويت الأسهم وحقوق التصويت التي يمتلكها الشخص الملزم بالتصريح المنصوص عليه في المادة 65 مكرر اعلاه:

- الأسهم أو حقوق التصويت التي يمتلكها أشخاص آخرون لحساب هذا الشخص،
- الأسهم أو حقوق التصويت التي تمتلكها الشركات التي يراقبها هذا الشخص،
- الأسهم أو حقوق التصويت التي يمتلكها الغير الذي يتصرف هذا الشخص معه،

- الأسهم أو حقوق التصويت التي يحق لهذا الشخص أو لأحد الأشخاص المذكورين أعلاه، امتلاكها بمبادرة منه وحده بموجب اتفاق مسبق".

المادّة 65 مكرر2: التصرف بمعية الغير هو اتفاق مبرم بين أشخاص طبيعيين أو معنويين قصد امتلاك حقوق التصويت أو بيعها من أجل تنفيذ سياسة مشتركة تجاه الشركة.

ويفترض وجود مثل هذا الاتفاق:

- بين الشركة وممثليها الشرعيين،
- بين شركة والشركات التي تراقبها بمفهوم المادة 731 من القانون التجاري،
- بين شركات يراقبها نفس الشخص أو نفس الأشخاص".

المادّة 19 مكرر3: لا تحظى الأسهم المملوكة يتجاوز الحدود الدنيا، بسبب عدم التصريح بها قانونا ، بحق التصويت في كل جمعية للمساهمين، يمكن أن تعقد في الأعوام الثلاثة (3) الموالية لتاريخ التسوية التي يقوم بها الشخص المعني".

المادّة 24: تستبدل في المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993، المعدّل والمتمّم والمذكور أعلاه، عبارات:

- " اللجوء العلني للتوفير " بـــ " اللجوء العلني للإدخار"،
- "شركة إدارة بورصة القيم المنقولة " بـــ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة"،
- " المغنم " بـــ " الربح".

حرّر بالجزائر في 16 ذي الحجة عام 1423 الموافق 17 فبراير سنة 2003.

عبـــد العزيـــز بوتفليقـــة

الملحق رقم 4:

يتعلق بعرض بعض المعلومات والميزانيات الخاصة بشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير الفرنسية لسنة 1993 والمأخوذة عن المجلة الدورية لشركات الاستثمار الفرنسية

Il s'agit du périodique des sociétés d'investissement a capital variable ; Informations trimestrielles (4ème trimestre 1993), SOCIETE GENERALE - France-

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

النصوص التشريعية

1-القوانين:

1- القانون رقم 91-08 مؤرخ في 12 شوال عام 1411 الموافق لـ27 ابريل سنة 1991يتعلق بمهنة الخبير المحاسب ومحافظ الحسابات والمحاسب المعتمد،الجريدة (عدد20).
2- القانون رقم 03-04المؤرخ في 16ذي الحجة عام 1423 الموافق 17 فبراير سنة2003 يعدل و يتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993 ،و المتعلق ببورصة القيم المنقولة،الجريدة (عدد11).
3- القانون رقم 90-22 المؤرخ في 27 محرم عام 1411، الموافق لـ18 غشت سنة 1990 يتعلق بالسجل التجاري، الجريدة (عدد36).

2-الأوامر:

1-الأمر رقم 96-08 المؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق ل 10 يناير 1996 يتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ،الجريدة (عدد03) .
2-الأمر رقم 95-22 مؤرخ في 29 ربيع الأول عام 1416 الموافق ل26 غشت سنة 1995 يتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية ، الجريدة (عدد 48) .
3-الأمر رقم 01-03 مؤرخ في أول جمادى الثانية عام 1422 الموافق ل 20 غشت سنة 2001 يتعلق بتطوير الاستثمار (عدد 47) .

3- المراسيم:

1- المرسوم التشريعي رقم 93-10 مؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق ل 23 مايو سنة 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة ،الجريدة (عدد 34).

2- المرسوم التشريعي رقم 93-08 مؤرخ في 3 ذي القعدة عام 1413 الموافق ل 25 ابريل سنة 1993 يعدل و يتمم الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 المتضمن القانون التجاري ،الجريدة (عدد43).

3- المرسوم الرئاسي رقم 04-301 المؤرخ في 13 سبتمبر 2004 يتضمن التصديق على إتفاقية بين الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية والمملكة العربية السعودية ،المتعلقة بإنشاء شركة جزائرية سعودية للإستثمار، الموقعة بالكويت في 14 ابريل 2004،الجريدة (عدد60).

4- المرسوم التنفيذي رقم 96-474 المؤرخ في 17 شعبان عام 1417 ،الموافق ل 28 ديسمبر 1996 المتعلق برأس مال هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الجريدة (عدد 84).

المؤلفات الفقهية

1- عبد الغفار حنفي-الاستثمار في الأوراق المالية-طبعة سنة2000، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية.

2- احمد بن حسن بن احمد الحسيني-صناديق الاستثمار (دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي)-طبعة سنة 1999 ،مؤسسة شباب الجامعة،الإسكندرية .

3- نادية محمد عوض-الشركات التجارية-طبعة سنة2001، دار النهضة العربية.

4- محمد فريد العريني –القانون التجاري(الجزء الثاني)-طبعة سنة1995، دار المطبوعات الجامعية.

5- حسني المصري-الجوانب القانونية الخاصة لاندماج شركات الاستثمار في شركات مساهمة عادية-الطبعة الأولى، سنة1986 ،مكتبة الاشراف.

6- حسني المصري-فكرة الترست وعقد الاستثمار المشترك في القيم المنقولة-الطبعة الأولى، سنة 1985 ،مطبعة حسان- القاهرة-.
7- حسني المصري – القانون التجاري – الطبعة الأولى، سنة 1987، مكتبة الأشراف.
8- فوزي محمد سامي –شرح القانون التجاري(شركات المساهمة وشركات الاستثمار...)-المجلد الرابع، طبعة سنة 1997، دار المكتبة العربية– بيروت (رأس النبع).
9- عبد الحميد الشواربي-موسوعة الشركات التجارية – طبعة سنة2003-منشأة المعارف الإسكندرية.
10- سعيد سيف النصر-دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء-طبعة سنة 2000،مؤسسة شباب الجامعة-الإسكندرية-.
11- منير إبراهيم هندي-صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين-طبعة سنة 1999 ،منشأة المعارف-الإسكندرية-.
12- عباس مصطفى المصري-تنظيم الشركات التجارية-طبعة سنة 2002، دار الجامعة الجديدة - الإسكندرية-.
13-إلياس ناصيف-الكامل في قانون التجارة(الجزء الثاني)-طبعة سنة1999، عويدات للنشر والطباعة -بيروت-.
14-أبو زيد رضوان- شركات المساهمة- طبعة سنة 1983،دار الفكر العربي.
15-أميرة صدقي- الشركات ذات رأس المال المتغير- طبعة سنة 1993، مطبعة جامعة القاهرة –الكتاب الجامعي-.
16-عبد الغفار حنفي- البورصات- طبعة سنة1999،المكتب العربي الحديث.
17-منير إبراهيم هندي-مستقبل أسواق رأس المال العربية-طبعة سنة 1995، منشأة المعارف –الإسكندرية-.
18-علي البارودي –العقود وعمليات البنوك التجارية- منشأة المعارف-الإسكندرية-.

المراجع باللغة الفرنسية:

1-les ouvrages

1- P : Jean patrice senp , Les sociétés d'investissement en droit français et comparais, édition : libraire générale de droit et de Jurisprudence (paris) 1978.

2- René Rodier, Jean – louis rive lange, Droit bancaire, (2eme édition) Dalloz 1975

3- George Gallais – Homono, Les sociétés d'investissement à capitale variable, presses universitaire de France 1970.

4- Hamel et Lagarde, Traité de droit commercial, édition : paris librairie, Dalloz (1954)

5- G- Ripert et R.Rablot, Traité de droit commercial, (sous la direction de Michel germain) Tome 1 volume 2.
18eme édition, librairie générale de droit et de jurisprudence .E.J.A 2002

6- Yves gyon, droits des affaire (tome 1), édition economica (paris) 6éme Édition 1990.

7- Jacques delgua, les droits des société, édition Dalloz 1998

8- Hubert le pargeur, les sociétés commerciales aux États-Unis d'Amérique librairie Dalloz Paris 1951.

2-les articles

1- Michel Jeantin, les sociétés d'investissement à capital variable, Juris classeur (droit des sociétés), (1981).

2- Marie – Hélène Monserie – Bon , les sociétés à capital variable , Encyclopédie juridique Dalloz (Répertoire des sociétés) (Tome I) , (2001).

3- Sabine danademaret , capital social, Encyclopédie Juridique Dalloz, répertoire des sociétés (Tome I) , 2ème édition , (2001)

4- Marie Claude Rebert, commission des opérations de bourse, Encyclopédie Juridique Dalloz, Répertoire de droit commercial (Tome II), (2001).

5- Pierre Bezard, Fonds Communs de placement ; Encyclopédie Juridique Dalloz, (Répertoire des sociétés) (Tome III) 2ème édition ; (2001).

3-Les périodiques

1- *Les sociétés d'investissement a capital variable* ; Informations trimestrielles (4ème trimestre 1993) , **SOCIETE GENERALE** –France-